UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"

Corso di Laurea in Economia e Management

PROVA FINALE

IPO E VALUTAZIONE TRAMITE DISCOUNTED CASH FLOW: UN CASO PRATICO SUL M:ACCESS

RELATORE: PROF.SSA ELENA SAPIENZA

LAUREANDA: Alice Vignali

MATRICOLA N. 1065124

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

"*If you reject the food, ignore the customs, fear the religion,*
and avoid the people, you might better stay home"
— James A. Michener

INDICE

INTRODUZIONE **4**

1. CAPITOLO

L'INITIAL PUBLIC OFFERING **6**

1.1 DEFINIZIONE E MOTIVAZIONI 6
1.2 VALUTAZIONE DELL´AZIENDA 10
1.2.1 Il metodo dei multipli *11*
1.2.2 Il Discounted Cash Flow Model *12*
1.2.1.1 WACC Approach 16
Valore di mercato del debito 19
Valore di mercato dell'equity 19
Il costo dell'equity 21
Il costo del debito 24
1.2.1.2 Adjusted Present Value Approach 25
1.2.1.3 Equity Approach 27
1.3 LA BORSA DI MONACO DI BAVIERA: IL MERCATO M:ACCESS 28
1.3.1 Il m:access *30*
1.4 STEP SUCCESSIVI ALLA VALUTAZIONE AZIENDALE 34
1.4.1 Il pricing *34*
1.4.2 L'allocation *36*
1.4.3 La stabilization *36*
1.4.4 I fattori culturali in rapporto con il fenomeno dell'underpricing *38*

2. CAPITOLO

ANALISI DI UN CASO PRATICO **42**

2.1 INTRODUZIONE AL CASO 42
2.2 ANALISI AZIENDALE ATTRAVERSO IL DISCOUNTED CASH FLOW MODEL 45
2.3 IL PRICING DELL´AZIONE 54
2.4 LA PERFORMANCE ATTUALE 56

CONCLUSIONE **58**

3. RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

3.1 LIBRI 60
3.2 ARTICOLI DI GIORNALE 61
3.3 SITOGRAFIA 62

INTRODUZIONE

Molteplici sono stati i fattori che mi hanno spinto ad analizzare il tema dell'Offerta Pubblica Iniziale all'interno della mia relazione. Ho affrontato questa tematica allontanandomi da un'ottica prettamente italiana per abbracciare principalmente l´ambito internazionale e, nello specifico, quello tedesco. Ho trascorso, infatti, il primo semestre dell´anno accademico 2015/2016 a Regensburg grazie al programma Erasmus+ e successivamente sono rimasta in Germania, spostandomi a Monaco di Baviera, per svolgere lo stage curriculare. Da Febbraio a metà Giugno ho avuto l´opportunità di poter lavorare in un piccolo Family Office della Baviera, in cui non ho solo appreso nozioni tecniche, ma ho avuto anche la possibilità di immergermi nel mondo del lavoro tedesco. Ho sempre amato la lingua, il Paese tedesco, nonché tutto ciò che è internazionale. A Regensburg ho seguito anche un corso di Cross Cultural Management, ma vivere la quotidianità in un Paese che, per quanto simile al nostro, riporta moltissime differenze, mi ha permesso di comprendere meglio ciò che solo con l'esperienza si può apprendere.

Nell´ufficio in cui sono stata ho affiancato i responsabili del settore della Corporate Finance Advisory, avendo così l'opportunità di avere un primo approccio con il tema dell´IPO e dei M&A project.

Nel primo capitolo verranno presentate le motivazioni che ho avuto la possibilità di analizzare principalmente nell'azienda in cui ho lavorato, e che spingono gli imprenditori ad affrontare un'entrata in Borsa. Successivamente verrà esposto il Discounted Cash Flow Model, modello usato per identificare il prezzo target di un'azione. Questo modello verrà analizzato in tutti e tre i suoi approcci, ovvero nel WACC Approach, nell'Adjusted Present Value Approach e nell'Equity Approach. Nella seconda parte del primo capitolo verranno descritti gli step successivi alla valutazione aziendale con riferimento al mercato borsistico di Monaco di Baviera ed in particolare al m:access, ovvero uno dei segmenti borsistici più giovani che permette l'accesso delle piccole medie imprese e che viene perlopiù utilizzato nell'ufficio in cui ho lavorato. Successivamente, per dare un taglio più internazionale all'elaborato, ho deciso di riportare due studi che collegano il fenomeno dell'underpricing, molto frequente nel m:access, ai fattori culturali di una società.

Nel secondo capitolo è riportato un caso pratico che ho avuto la possibilità di analizzare durante il mio tirocinio in Germania e che vede la preparazione di una azienda per un primo accesso al segmento m:access. Saranno presentate le motivazioni dei soci, il Discounted Cash Flow Model, il pricing delle azioni e, per ultima, verrà presentata una panoramica della performance del titolo quotato e dell'azienda.

1. CAPITOLO

L'INITIAL PUBLIC OFFERING

1.1 DEFINIZIONE E MOTIVAZIONI

L`IPO (**Initial Public Offering**), meglio conosciuta in Italia con "Offerta pubblica Iniziale" viene descritta da Jay. R. Ritter (si veda Berné 2005, p.83) come l´operazione nella quale "i titoli vengono offerti al pubblico indistinto per la prima volta, con la prospettiva che se ne sviluppi un mercato liquido". Spiegato in altre parole l´IPO descrive la prima emissione di azioni da parte di una società in un mercato quotato e rappresenta quindi la prima ascesa di una società in Borsa. A seguito di tale operazione viene creato il "*flottante*", che rappresenta l'ammontare dei titoli con cui la società si quota: è previsto un quantitativo minimo che permette ed assicura gli scambi tra i diversi investitori, e crea quindi un mercato secondario.

Per quotarsi, un´azienda, deve collocare in Borsa parte del capitale proprio, e diverse sono le tecniche che permettono di raggiungere tale scopo. Di seguito sono nominate le più rilevanti metodologie.

- **Offerta Pubblica di Vendita**: consiste nell´alienazione a terzi, da parte dei soci dell´azienda, di azioni dagli stessi possedute.
- **Offerta Pubblica di Sottoscrizione**: consiste nella possibilità per nuovi investitori di sottoscrivere nuove azioni apportando capitale proprio.
- **Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione**: costituisce la congiunzione delle due tecniche sopra citate.

Le modalità riportate non costituiscono le uniche tecniche esistenti per quotarsi in Borsa, ma sono comunque le più ricorrenti. Altre metodologie sono la fusione con una società già quotata e la scissione di una società già quotata attraverso la creazione di uno spin-off. In quest'ultimo caso le azioni della nuova società quotata sono offerte ai soci o, congiuntamente, viene realizzata un'offerta al pubblico con possibilità di sottoscrivere i titoli (equity carve out). Ulteriori opzioni sono l´accesso senza collocamento, nel caso in cui l´azionariato presente sia

già sufficientemente diffuso, oppure il trasferimento da un listino nazionale o la contigua quotazione su un mercato estero.

Per quanto riguarda le piccole-medie imprese la scelta migliore sarebbe optare per l´Offerta Pubblica di Vendita o l´Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione in quanto, in entrambi i casi, il segnale che gli investitori ricevono da parte dell´azienda, di cui acquisiscono azioni, è un forte interesse verso lo sviluppo futuro e la disponibilità di lasciare il capitale non solo in mano a pochi soci.

La decisione di quotarsi è un passo significativo che segna l´intera storia dell´azienda in questione. Molteplici e varie sono le motivazioni, ma in questo elaborato ci soffermeremo soltanto su quelle ritenute principali[1] in quanto, pur non costituendo il fulcro della trattazione, è importante farvi cenno per poter "entrare" consapevolmente in quello che è il processo che porta alla scelta di un´offerta pubblica iniziale.

- La prima tra tutte, nonché quella più frequente, è il *finanziamento*, che rappresenta il mezzo principale per sostenere e incentivare la crescita dell´azienda. Possedere forti e solide basi di capitale proprio permette di poter ottenere nuovi finanziamenti e quindi sostenere una maggiore crescita del business. L´IPO è, infatti, uno strumento molto efficace soprattutto per le piccole-medie imprese che, solitamente, hanno difficoltà ad accedere a nuovo capitale o a nuovi finanziamenti. Si ricordi così anche l'opportunità per l'azienda di intraprendere progetti complessi che richiedono un ammontare di denaro non facilmente recuperabile senza l´accesso in Borsa.

  Tale accesso a nuovo capitale permette all´azienda di perseguire strategie di crescita come integrazioni verticali o orizzontali: la liquidità che viene resa fruibile dalla vendita di azioni crea un´apparente entrata che non deve essere ripagata nel breve termine. Grazie, infatti, alla caratteristica fungibile delle azioni gli investitori possono scambiarle facilmente e ottenere così i loro guadagni senza che ciò interferisca con l´azienda nel breve periodo.

  L´acceso in borsa permette anche l´emissione di altre forme di finanziamento: un´IPO può essere preceduta e vincolata all´emissione di obbligazioni convertibili[2], nonché le azioni possono venire proposte ai collaboratori e ai dipendenti al fine di renderli

[1] Sono state inserite quelle che empiricamente, nell'azienda in cui ho svolto il tirocinio, si sono verificate il maggior numero di volte e che sono tra le prime motivazioni che i soci delle aziende analizzate riferiscono.

[2] Le obbligazioni convertibili fanno riferimento all'art. 2420 bis. e prevedono di poter essere trasformate in azioni al momento del rimborso del capitale. La loro emissione deve essere sempre connessa ad una delibera di aumento di capitale ma non risulta soggetta a limiti quantitativi. La conversione viene effettuata durante il primo mese di ciascun semestre per gli obbligazionisti che ne abbiano chiesta la conversione nel semestre precedente.

partecipi della vita aziendale fidelizzandoli per un periodo medio-lungo. Ciò favorisce anche la creazione di uno staff più preparato e motivato.

- Un´altra motivazione è quella di *aumentare il numero dei soci*, ovvero di permettere il disinvestimento da parte di un numero limitato degli stessi per aprirsi ad un pubblico più ampio, o semplicemente per disinvestire da un venture capital[3].
- La *creazione di spin-off* può essere alla base dell´accesso in Borsa, rappresentando la volontà dell´azienda di rendere indipendente a tutti gli effetti un settore o un reparto in quanto, le attività ivi svolte, non coincidono esattamente con il core business aziendale, o perché tale settore è divenuto particolarmente grande da richiedere autonomia propria per la gestione.
- La necessità di *raggiungere nuovi clienti o nuovi partner* può essere risolta attraverso il mercato azionario che permette all´azienda di farsi conoscere da una più ampia gamma di società, singoli investitori e possibili collaboratori di maggiore rilievo. La possibilità di diventare noti viene anche favorita dalla fase che precede il vero accesso in Borsa, ovvero il grande lavoro di marketing che si trova dietro "le quinte".

  L'incremento della pubblicità porta, infatti, alla instaurazione di nuovi legami con clienti, fornitori, finanziatori, e genera maggiore apprezzamento da parte degli stakeholder, in quanto le società devono rispettare determinati standard per essere ammesse al mercato borsistico, tra cui l'obbligo di pubblicare "analisi periodiche". Per questo motivo possibili finanziatori, come ad esempio le banche, percepiscono la possibilità di poter avere un maggiore numero di informazioni in tempi più stretti, in modo positivo e favorevole. Le motivazioni principali per cui gli investitori prediligono le società quotate sono:
  - la disponibile liquidità delle azioni
  - la maggiore maturità e sicurezza riconosciuta alle imprese quotate
  - la possibilità di avere a disposizione un maggior numero di informazioni in periodi più ravvicinati
- Per l´accesso in Borsa, come precedentemente detto, vengono richiesti particolari requisiti e ciò permette all´azienda di *migliorare la propria struttura* grazie a maggiori

[3] La venture capital viene infatti definita come l´insieme di mezzi finanziari che vengono investiti da terzi (capitalisti individuali o società private) all´interno del capitale proprio di una società non quotata al fine di sovvenzionare l´attivazione di nuovi progetti. L´obiettivo degli investitori è quello di conseguire, correndo un rischio elevato, un congruo guadagno dopo un lasso di tempo di circa 2-3 anni. Il cosiddetto smobilizzo (ovvero il disinvestimento degli investitori) si realizza grazie ad operazioni quali IPO, M&A o attraverso la cessione delle quote a un fondo comune di investimento.

controlli e ad un sistema efficace. Ciò può essere vantaggioso per il board che può monitorare la situazione aziendale in maniera più precisa e frequente.

Si ricordi però che prima di intraprendere tale percorso bisogna bilanciare i benefici con i *costi* che serviranno a portare a termine tale progetto: numerosi sono i requisiti richiesti e l´adattamento a specifiche regole di contabilità può coinvolgere i board aziendali anche per diversi mesi prima di raggiungere i livelli ricercati. Solitamente la preparazione richiede 1-2 anni. I costi variano da azienda ad azienda, soprattutto in base al quantitativo di azioni che devono essere emesse, alla complessità legale dell´IPO e al numero di mercati che si vogliono coinvolgere. Riporteremo una breve panoramica dei principali costi, stilati da Ghadri (2012), che devono essere considerati prima di decidere se iniziare il processo di IPO. I costi principali, che costituiscono circa il 25% del totale, sono costituiti dalle spese per la trasformazione, dal punto di vista giuridico, da azienda privata a pubblica. La società che affianca l´azienda nell´intero processo, il cosiddetto emission advisor, riceve fino all´1,5% dell´intero volume di emissioni. Il 15% dei costi totali è costituito, invece, dalle comunicazioni finanziarie e di marketing, che variano a seconda del percorso che si intende perseguire. Solitamente viene assunta un'agenzia di marketing che ne coordina i lavori e gestisce tutti i materiali ad esso concernenti. Metà dei costi, circa il 55%, viene sostenuto per l´underwriter e per il consorzio. Il restante 5% copre i costi impiegati per le due diligence. Queste sono solo linee generali relative alla suddivisione dei costi, e sono state dedotte da dati empirici. Nella realtà bisogna analizzare le singole situazioni per quantificare le percentuali esatte dei costi.

I costi non si esauriscono poi con l´entrata in Borsa, in quanto i resoconti quadrimestrali richiesti, così come i meeting dei board più frequenti, richiedono incremento di personale sempre più qualificato. Tali costi di accesso ammontano circa al 6-10% del prezzo totale iniziale.

Altri aspetti da considerare prima dell´accesso al mercato borsistico sono:

- la *possibile perdita di controllo* da parte dei pochi soci iniziali, che vedono l´accesso di nuovi soci che potrebbero ottenere la maggioranza delle azioni;
- c*alo del livello di privacy*: a causa di report quadrimestrali, interviste con la stampa;
- f*lessibilità gestionale*: divisione sempre più netta tra management e board dei soci che può comportare svantaggi per gli stessi;
- m*aggiori aspettative da dover esaudire* nei confronti degli shareholder e degli stakeholder.

1.2 VALUTAZIONE DELL´AZIENDA

La valutazione dell'azienda è uno dei passaggi cardine per la preparazione di un'IPO in quanto permette di delineare il valore di ogni futura azione. Il valore che si ottiene alla fine del processo non designa necessariamente il prezzo finale dell'azione, bensì il valore obiettivo della stessa.

Gli approcci per la valutazione dell'azienda sono molteplici: oggi i più conosciuti ed utilizzati sono il **Discounted Cash Flow Model** e il **metodo dei multipli.**

Bisogna sottolineare che solitamente viene utilizzato un metodo di stima "principale" e uno di "controllo" per poter avere maggiori certezze circa i risultati ottenuti. Da analisi empiriche, effettuate da Bernè (2005), emerge, per le società non finanziarie (escluse banche e compagnie di assicurazione), il delinearsi di due linee principali: l'abbandono, nel susseguirsi degli anni, dei metodi patrimoniale e reddituale a fronte dell'avvento del Discounted Cash Flow Model, nonché il sempre maggior uso di multipli di mercato, non solo come metodo di controllo, bensì come sistema principale. A proposito Guatri e Bini (si veda Berné 2005, p.109) riportano la seguente motivazione per cui il metodo dei multipli stia prendendo il sopravvento rispetto ad una valutazione cosiddetta assoluta: "…La presenza nel processo di valutazione, che procede la scelta finale del prezzo (...in sede di IPO…), sia di stime assolute (metodo DCF) sia di stime relative a mezzo di moltiplicatori, è fuori discussione. Se così non fosse, il processo valutativo risulterebbe certamente più carente (e per certi versi impresentabile). Ma qui viene in luce un'uniformità, tanto evidente quanto (spesso) negletta: il fatto cioè che la valutazione relativa è tipicamente orientata da considerazioni di breve termine e perciò contingenti; mentre quella assoluta, sempre in tutto o in buona parte basata sui flussi reddituali (o di cassa) attesi nel medio-lungo termine, è orientata da considerazioni che guardano anche lontano nel tempo e perciò meno influenzate da fatti ed opinioni contingenti…". Il metodo dei multipli è molto facile da usare ma dipende fortemente dalla disponibilità di dati e quindi non sempre può essere adottato.

Il processo di valutazione, sia per quanto riguarda quello dei multipli che quello del Discounted Cash Flow, si sviluppa in 3 step principali:

1. **la definizione degli obiettivi da raggiungere** a seguito della valutazione;
2. **la valutazione del contesto** in cui si trova l´azienda (settore/mercato generale nazionale e mondiale);
3. **applicazione dei metodi di valutazione**

1.2.1 Il metodo dei multipli

Di seguito verrà descritto brevemente il ***metodo dei multipli*** per permettere al lettore un'analisi comparativa tra i due modelli, in quanto poi verrà utilizzato anche nell'analisi empirica.

Il metodo dei multipli, definito anche come *modello per una valutazione relativa*, parte dall'analisi di realtà simili a quella dell´azienda presa in considerazione, ma che sono già state valutate, e quindi possono essere prese come validi esempi e stime per realtà non ancora studiate. Tre sono i passaggi principali:

1. t*rovare asset simili che sono già stati prezzati dal mercato*. È il punto più complesso in quanto le aziende quotate potrebbero sembrare uguali all´azienda in questione, ma in realtà, è impossibile trovare due società identiche e che possano essere valutate nello stesso identico modo. Le differenze principali riguardano soprattutto numero e dimensione degli asset.
2. *adattare i prezzi di mercato ad una variabile comune*. In questo passaggio, importante è creare multipli indipendenti dalle dimensioni dell´asset e unità negoziabili dello stesso.
3. *aggiustare le differenze tra gli asset*, ovvero cercare di eliminare tutte quelle caratteristiche soggettive per singole aziende e creare un caso generale (esempi sono le potenzialità di crescita).

I valori vengono standardizzati prestando particolare attenzione agli incassi, al book value e al reddito dell´azienda. Ricordiamo quindi i maggiori multipli utilizzati:

- *(Market capitalization o Enterprise Value) /Earnings*
- *Enterprise Value/Book Value*
- *Enterprise Value/EBDIT o EBIT o EBT*

Si ricordi che ogni multiplo genera valori e conclusioni diverse in quanto dipende dalla influenza di parametri quali tasse, ammortamenti e interessi, per cui bisogna prima analizzare attentamente le aziende del peer group e definire lo scopo che si vuole ottenere da questa analisi, e solo successivamente scegliere i multipli che si ritengono più idonei.

Concludendo, si può sottolineare come questo metodo sia molto più semplice e intuitivo rispetto al DCF Model (che verrà analizzato in seguito), ma che allo stesso tempo presenti diversi problemi: primo tra tutti il problema del trovare aziende comparabili, soprattutto in piccoli mercati, e la difficoltà di poter paragonare società che utilizzano diversi principi contabili.

1.2.2 Il Discounted Cash Flow Model

Il Discounted Cash Flow Model nasce dall´idea che il valore dell'azienda derivi dalla futura profittabilità della stessa.

Principalmente si tratta di un approccio che si fonda sulla teoria dell'investimento secondo cui il valore di una azienda è determinato sulla base degli attesi Free Cash Flow che vengono attualizzati al momento della valutazione. L´enterprise value è dato quindi dalla somma del valore attuale netto dei futuri Cash Flow che verranno generati, mentre il valore degli asset non operativi, ovvero di quegli asset che non fanno parte del core business dell´azienda, viene valutato separatamente e non entra a far parte della valutazione del valore attuale netto.

Solitamente i futuri Free Cash Flow sono calcolati solo per un breve periodo (solitamente 5/7 anni); per i periodi successivi si utilizza il cosiddetto terminal value che viene calcolato come annualità perpetua di un Cash Flow credibile. Possiamo, cosí, vedere il Net Present Value dei Cash Flow, come il valore attuale di quelli generati nel periodo pianificato più il valore attuale netto del Terminal Value.

Tre sono gli approcci usati:

1. il ***Wacc approach***, o gross method
2. l´***equity approach***
3. l´***adjusted present value approach*** (che può essere considerato una forma particolare del gross approach)

In tutti i casi vengono presi in considerazione solo i surplus operativi e tutto ciò che non riguarda il core business, ovvero gli asset non operativi, viene valutato separatamente. La somma finale, genera quello che è il valore di mercato del capitale.

Questo modello si basa su **tre step principali**:

1. Pianificare i Cash Flow a breve termine
2. Calcolare il valore dell´azienda dopo il periodo pianificato (Terminal Value)
3. Convertire i valori futuri ottenuti in un unico valore attuale

Gli elementi principali ed essenziali che occorrono per il calcolo dei Cash Flow sono:

- *le vendite degli anni passati*. Quelle future vengono calcolate come prodotto tra le vendite dell´anno passato e il tasso di crescita delle vendite, che viene dedotto dalle performance trascorse del settore a cui appartiene l´azienda
- *margini di profitto operativo*, sono espressi come percentuali sulle vendite

- *aliquote fiscali future*
- *tasso di crescita del capitale fisso e circolante*

Come precedentemente affermato, il modello del Discounted Cash Flow vede come fase iniziale la stima dei Free Cash Flow. Fanni (si veda Berné 2005, p.25) definisce il Free Cash Flow come il "flusso che residua dopo aver sottratto dal flusso di cassa autogenerato le porzioni di questo vincolante alla ricostruzione dei capitali permanenti e a breve (capitali circolanti) che sono stati sacrificati per effetto della produzione; e ciò secondo misure coerenti con le prospettive future (stazionarietà, sviluppo, maturità della vita dell´impresa). L´indagine richiede l´uso di modelli contabili normalizzati. Può essere condotta, oltre che sui risultati della contabilità consuntiva, anche su quelli della contabilità di previsione… In generale, e cioè in qualsiasi contesto, la ricerca del FCF può avvenire dopo gli interessi e prima delle imposte (così accade nella maggior parte delle analisi orientate ad essere di supporto al bilancio), ovvero prima degli interessi e delle imposte (così accade nella maggior parte delle analisi orientate verso il cash management) …".

Il metodo del Discounted Cash Flow Model prevede di pianificare gli anni futuri, per un massimo di 5/7, e successivamente calcolare il Terminal Value, che è il valore che si presenterebbe dopo il periodo già programmato. Nonostante i tre approcci siano diversi, presentano molteplici punti in comune, portando tutti allo stesso risultato, nonché per tutti bisogna pianificare il breve e il lungo-termine e tutti devono essere poi attualizzati, anche se con tassi di sconto diversi.

Per quanto riguarda il Terminal Value, il suo calcolo è comune a tutti gli approcci. La durata della vita di una azienda infatti è notoriamente sconosciuta, e per questo si presume una vita infinita per la stessa. Come soluzione, non potendo determinare solo il valore dell'azienda basandosi su una vita infinita, si *divide l'intero ciclo in due parti*:

- ***3-5 anni con previsioni precise ed accurate***;
- il periodo successivo ai 3-5 anni attraverso il cosiddetto ***terminal value***.

In questo modo la somma dei due valori attuali ottenuti riporta il valore attuale netto dell'azienda.

Quando il Discounted Cash Flow Model è usato per analizzare aziende mature, il Terminal Value contribuisce con una percentuale, definita da Kruschwitz (2006), del 50-80% alla creazione del valore totale. Quindi si deduce che gran parte del valore derivi da una crescita sostenibile del business nel lungo termine. Nel caso invece in cui rappresenti il 90%, o

percentuali maggiori, bisogna rivedere la logica usata per calcolare il terminal value in quanto si deduce una previsione errata che attribuisce la maggior parte dei fatturati ad anni futuri molto lontani. Questa percentuale induce, infatti, gli investitori a non riporre molta fiducia nel valore attuale definito dall'azienda in quanto è caratterizzato per il 90% da valori che vengono previsti in modo molto approssimativo.

Due ipotesi possono essere effettuate nel calcolo del terminal value. Bisogna stabilire se nel periodo successivo l'azienda crescerà con un tasso costante "g" o se invece resterà inalterata e quindi avrà un tasso di crescita pari a 0. La formula è la seguente:

$$\mathbf{TV} = \frac{CF_{TV}}{(i-g)}$$

Dove:
- CF_{TV} rappresenta il primo anno dopo il periodo pianificato
- i designa il tasso di sconto
- g costituisce il tasso di crescita atteso

Il terminal value non dovrebbe essere determinato semplicemente usando il Cash Flow dell'ultimo anno pianificato, ma nella pratica spesso si osserva questo comportamento. Per determinare il valore del Cash Flow per il primo anno, dopo il periodo programmato, bisogna innanzitutto determinare se sono presenti condizioni per cui il valore del margine EBIT sia costante, e se sia credibile l'ipotesi che i Free Cash Flow crescano ad un tasso di g costante. In particolare bisogna verificare le seguenti condizioni:

- I ricavi e l'EBIT devono svilupparsi con un tasso di crescita "g" che viene moltiplicato per i valori dei ricavi e dell'EBIT dell'anno precedente
    - <u>Ricavi</u>= *(1+g)* x *i ricavi dell'ultimo anno pianificato*
    - <u>EBIT</u>= *(1+g)* x *EBIT dell'ultimo anno pianificato*
- Bisogna anche assumere uno stato di equilibrio sia per il capitale circolante, in modo che la sua relazione con i ricavi sia costante, sia per i cambiamenti nelle forniture a breve termine
    - <u>Cambiamenti nel capitale circolante</u> = *g* x *capitale circolante dell'ultimo anno pianificato*
    - <u>Cambiamenti nelle forniture a breve</u> = *g* x *forniture a breve definite nell'ultimo anno pianificato*
- Investimenti in immobili, impianti o forniture, devono presentare l'esatto valore che verrà investito, in modo da generare valori finali il più attendibili possibile. Se si assume una crescita pari a 0, bisogna però considerare che l'ammontare investito sarà quello

necessario per ricoprire/sostituire il CAPEX, ciò significa che il CAPEX sarà pari al valore dell'ammortamento

    - CAPEX= *Ammortamento + g* x *PPE (property plant and equipment) dell'ultimo anno pianificato*

- L'ammortamento dovrà essere calcolato sempre su base annua, seguendo le stesse modalità, e la relazione con i ricavi deve restare costante
    - Ammortamento = *(1+g)* x *ammortamento dell'ultimo anno pianificato*
- Per applicare l'approccio to equity, bisogna anche tenere presente le posizioni debitorie e i relativi interessi: in uno stato di equilibrio si presume che la struttura del capitale resti costante.

Solitamente il valore di g, secondo Ernst (2011), varia da 0 a 3%, dove il tasso di crescita massimo perlopiù viene applicato per aziende che si trovano in settori in forte crescita, mentre valori più contenuti sono tipici di settori in cui la competitività è molto forte e il numero delle aziende molto elevato.

1.2.1.1 WACC Approach

L'approccio che vede l'utilizzo del WACC come tasso di sconto è il metodo di valutazione maggiormente utilizzato.

Il tasso di sconto usato per ottenere il valore attuale, detto **Weighted Avarage Cost of Capital** (WACC), è stimabile come media ponderata di due tassi che rappresentano il rendimento atteso dell'equity per gli investitori e il rendimento atteso per gli obbligazionisti. I fattori di ponderazione sono rappresentati dalle percentuali dell'equity e del debito sul totale del capitale esistente.

In particolare nel WACC approach i flussi di liquidità vengono ritenuti rilevanti per tutti i tipi di investitori, sia quelli riguardanti l´equity che quelli riguardanti i debiti finanziari. Per questo motivo viene utilizzato un tasso di sconto misto che include il costo dell´equity così come il costo del debito. Inoltre, i rispettivi costi del capitale, vengono calcolati proporzionandoli alla relativa quota di capitale investito. In questo caso la ponderazione non viene effettuata basandosi su valori contabili, bensì su valori di mercato, in quanto sono i soli che rappresentano effettivamente le rivendicazioni degli investitori. La Figura 1 mostra come viene calcolato il tasso di sconto chiamato Weighted Average Cost of Capital (WACC).

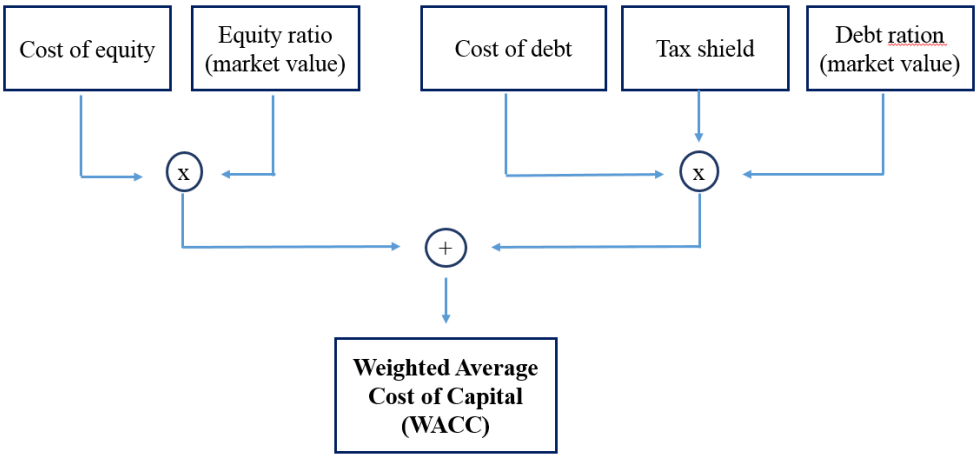

Figura 1: ***Formula per il calcolo del tasso WACC.***

Fonte: elaborazione personale

La formula per ottenere il tasso di sconto in questione è la seguente:

$$\mathbf{WACC} = r_e \cdot \frac{e}{e+d} + r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{d}{e+d}$$

Dove:
- r_e rappresenta il costo dell´equity della società
- $r_d \cdot (1- t)$ rappresenta il costo del debito
- r_d rappresenta il rendimento atteso dagli obbligazionisti
- t consiste nell´aliquota societaria
- e rappresenta il valore di mercato dell´equity
- d è il valore di mercato del debito
- (e + d) costituisce il valore di mercato del capitale totale

Si vuole sottolineare che il costo del debito non include i costi derivanti da debiti non finanziari, in quanto tali spese sono riportate tra i costi del materiale, e quindi egualmente incluse nella stima dei Cash Flow.

In questo modello si prevede solitamente che il tasso di sconto sia costante per tutta la durata della vita dell´azienda, e ciò implica che oltre ai tassi di costo dell´equity e del debito, che devono restare costanti, anche la struttura del capitale deve rimanere costante. Il rapporto tra equity e debito, a valori di mercato, deve restare pertanto costante nel corso della vita dell´azienda. A tal proposito si rende quindi necessario stimare il valore di mercato del debito e dell'equity per ogni anno pianificato.

Per ottenere gli operating Free Cash Flow (oFCF), utili per l'approccio del WACC, bisogna partire dall'EBIT e ad esso sottrarre le imposte rettificate che sono calcolate applicando l'aliquota dell'imposta societaria sull'EBIT. A questo punto si ottiene il NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) che rappresenta il reddito operativo che una azienda può generare in assenza di debito. Dopo aver apportato i corretti aggiustamenti, per quanto concerne ammortamenti e rettifiche future, si ottengono i Cash Flow lordi, ovvero l'ammontare disponibile a tutti gli investitori senza contare ulteriori modifiche sul capitale riguardanti spese o dividendi.

Modifiche nei valori del capitale circolante nell'arco di un periodo, mostrano l'ammontare che l'azienda ha investito o disinvestito, nello stesso periodo, nel capitale circolante netto. Gli operating Free Cash Flow non includono nessun flusso finanziario così come neppure le spese per interessi o modifiche nei debiti finanziari; le imposte societarie inoltre sono determinate senza tenere in considerazione la deducibilità fiscale della spesa per interessi. Il valore di mercato del capitale totale viene calcolato attraverso il valore attuale netto degli operating Free Cash Flow, e questo valore soddisfa soltanto gli investitori dell'equity e i detentori del debito fruttifero.

L'approccio che prevede l'uso del WACC come tasso di sconto si differenzia dagli altri per il fatto che considera già all'interno dei Cash Flow il cosiddetto scudo fiscale degli interessi che, quindi, non deve essere calcolato nel tasso WACC. Nella Figura 2 è possibile osservare i vari passaggi per ottenere l'equity value.

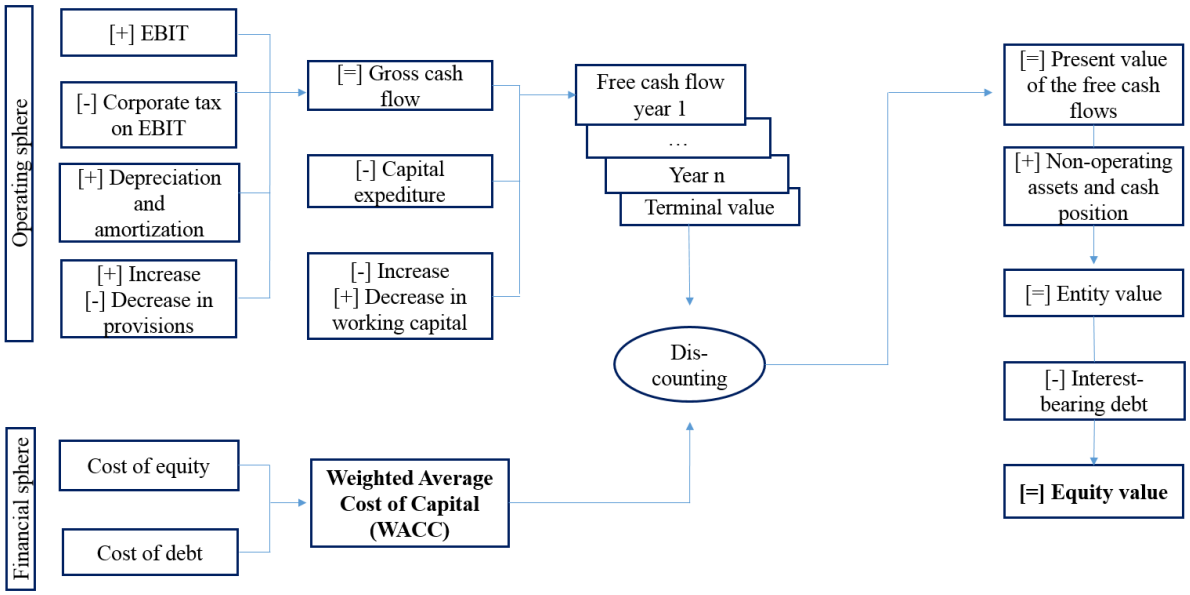

Figura 2: Equity value ottenuto attraverso il WACC Approach.
Fonte: ERNST, D., e HÄCKER, J., 2011pag. 373

Valore di mercato del debito

Per conoscere il valore **di mercato del debito** bisogna innanzitutto distinguere le due tipologie di debito presenti, ovvero quelle voci di debito il cui valore è desumibile semplicemente dal prezzo di mercato (si pensi ai bond) e quelle per cui ciò non lo è. Per queste ultime si procede in due modi diversi:

- se il tasso di interesse concordato inizialmente corrisponde alle attuali condizioni di mercato, allora si può utilizzare il book value della componente analizzata;
- se invece vi sono grandi differenze tra le condizioni inizialmente stabilite e quelle attuali di mercato bisogna attualizzare i flussi relativi ai pagamenti futuri (calcolando interessi e quota capitale). Il tasso di sconto da applicare deve contenere il rischio potenziale insito in questa componente, ovvero viene utilizzato un tasso che contiene un rischio simile, per condizioni analoghe, a quelle prese in considerazione (termini e condizioni devono essere il più simile possibile).

Valore di mercato dell'equity

Per calcolare invece il **valore di mercato dell'equity** basta attualizzare i Cash Flow attraverso l´uso del WACC, ma ciò crea il cosiddetto *problema di circolarità*, ovvero, solitamente, si parte dal valore di mercato dell´equity, per giungere alla struttura capitale e calcolare il WACC, ma come abbiamo appena detto, il WACC viene utilizzato anche per il calcolo del valore di mercato dell´equity, che quindi svolge sia la funzione di input che di output (si veda la Figura 3).

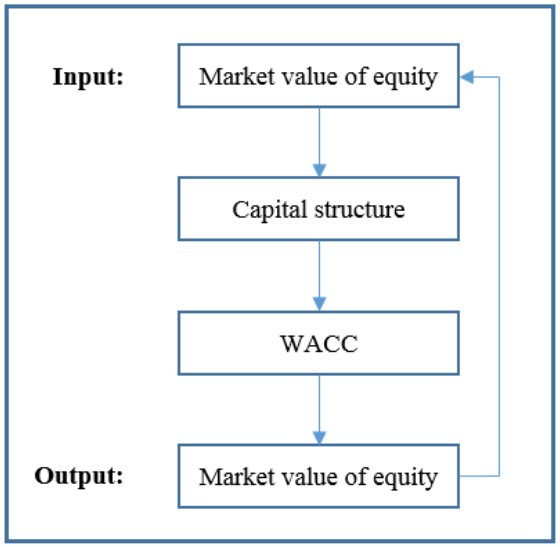

Figura 3: ***Il problema della circolaritá***
Fonte: **ERNST, D., e HÄCKER, J., 2011. pag. 423**

Per cercare di evitare il problema della circolarità, nella pratica, si calcola il valore di mercato dell´equity attraverso una serie di iterazioni matematiche[4]. Come primo passaggio si calcola il valore dell´equity e, basandosi su questa stima, si delinea un tasso di sconto WACC approssimativo e si calcola il valore attuale netto dell'azienda. Si ottiene così un valore preliminare dell'equity. Nel secondo step bisogna delineare un valore che si trovi tra la stima iniziale dell´equity e il valore ottenuto a seguito della prima attualizzazione. Per fare ciò si utilizza l´iterazione matematica finché il valore dell´equity ottenuto dall'attualizzazione non corrisponde al valore che si era stimato all´inizio per il calcolo del WACC approssimativo.

In precedenza abbiamo detto che spesso le aziende utilizzano la medesima struttura capitale anche per gli anni a venire mantenendola costante mentre, nella pratica, si presentano casi in cui si pianificano crescite continue dei profitti soprattutto per ripagare i debiti. In questo caso si consiglia l´utilizzo di una "struttura capitale obiettivo" per il calcolo del WACC. Per il calcolo della struttura ci si può aiutare con l´analisi di società che riportano caratteristiche simili. Nel caso vi siano grosse differenze tra la struttura del capitale dell´azienda e quelle del peer group, è necessario cercare di capire quali sono le motivazioni che portano a tali divergenze, e se si tratta di cambiamenti a breve termine o permanenti.

Di seguito verranno ricordate alcune particolarità da utilizzare nel calcolo della struttura capitale:

- Se la valutazione è inserita in una fase di acquisto della società, non bisogna considerare solo il debito previsto a livello aziendale per il calcolo del WACC, bensì anche il debito derivante dal finanziamento del debito per l´acquisto previsto.
- Nel caso in cui la struttura del capitale attuale, e quella target, differiscano in maniera rilevante, risulta utile adottare fin dall´inizio la struttura target; nella pratica ciò non viene sempre applicato, ma un tale errore è determinabile solo se le differenze tra le due strutture sono molto ampie.
- Nel caso in cui i calcoli della valutazione siano basati sulla struttura attuale e non su quella obiettivo, il valore ottenuto non può essere ritenuto corretto per rappresentare l´azienda.
- È stato affermato precedentemente che il valore del WACC viene mantenuto costante per tutta la vita dell´azienda, ma nel caso in cui la relazione tra i valori di mercato di

[4] Le iterazioni matematiche sono metodi alternativi ai cosiddetti metodi diretti per risolvere sistemi lineari e non, e permettono di eseguire analisi con maggiore facilità, nel caso in cui la matrice analizzata sia sparsa, ovvero gli elementi non nulli siano molto inferiori al numero di quelli nulli. Il processo consiste nell´applicare una certa successione di operazioni (partendo di volta in volta dal risultato precedente) al fine di risolvere la equazione di un sistema del tipo $A(x)=b$ ($\det A \neq 0$).

equity e debito, non siano costanti nel tempo, il modello che prevede la costanza del WACC non può più essere applicato. In tal caso si consiglia di utilizzare l´equity approach oppure bisogna calcolare il diverso valore del WACC per ogni periodo pianificato ed analizzato, si applica quindi un WACC specifico per ogni periodo.

Il costo dell'equity

Il **costo dell´equity** deriva notoriamente dalla somma del tasso di interesse di un investimento privo di rischio, e dal premio per il rischio intercorso da determinati titoli.

Il rendimento di un titolo privo di rischio delinea il rendimento di un investimento senza rischio di default e senza correlazione con i rendimenti di altri investimenti. Nel caso in cui la curva dei rendimenti non sia piatta, la differenza tra il rendimento a breve e a lungo è rilevante, per cui non si può applicare un tasso costante. In questo caso bisogna determinare il tasso di interesse per ogni periodo. Se la curva dei rendimenti è pressoché piatta il rendimento a breve e a lungo termine hanno solo un piccolo margine di differenza e quindi può essere applicato un tasso di interesse standardizzato a maturità indipendente[5]. Un esempio può essere il rendimento corrente pubblicato dalla Deutsche Bank[6]. Questo tasso particolare viene spesso utilizzato come proxy di un tasso privo di rischio e può essere calcolato in due modi:

- Derivazione *dalla curva dei rendimenti*. Partendo dal presupposto che la Repubblica Federale Tedesca sia un buon debitore senza rischio di default, i bond tedeschi offrono le basi per derivare il rendimento privo di rischio. I bond governativi sono coupon bond e sono caratterizzati da Cash Flow fissi annuali, mentre in un´azienda i Cash Flow sono volatili e i tempi non fissi. Per questo motivo si potrebbe dire che i coupon bond sono una valutazione semplificata dell´azienda. Idealmente bisognerebbe attualizzare i Cash Flow che delineano i cosiddetti zero bond ovvero che hanno rischio pari a zero: il problema consiste nel fatto che questi bond vengono emessi molto raramente e per cui non risulta possibile delineare una curva dei rendimenti continua. In realtà si può derivare la curva dei rendimenti attraverso un processo di iterazione non lineare. I parametri da utilizzare vengono pubblicati quotidianamente, partendo da dati di mercato di bond o obbligazioni statali e viene sfruttato l´approccio introdotto da Nelson e Siegel

[5] Cioè il cui rendimento non dipende dal rendimento di altri titoli

[6] É stato deciso di far riferimento alla Deutsche Bank in quanto i bond tedeschi sono quelli che presentano in Europa il miglior Rating e i minori rischi

(1987) e successivamente sviluppato da Svensson (1994). La curva dei rendimenti che ne deriva è riportata in Figura 4.

$$Z(T, \beta, \tau) = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1 - \exp(-T/\tau_1)}{(T/\tau_1)} \right] + \beta_2 \left[\frac{1 - \exp(-T/\tau_1)}{(T/\tau_1)} - \exp(-T/\tau_1) \right] + \beta_3 \left[\frac{1 - \exp(-T/\tau_2)}{(T/\tau_2)} - \exp(-T/\tau_2) \right]$$

Figura 4: ***Equazione della curva dei rendimenti***
Fonte: **ERNST, D., e HÄCKER, J., 2011., pag. 417**

- *Calcolare il valore attuale netto del rendimento di un titolo equivalente,* privo di rischio, attraverso l'uso della curva dei rendimenti per la capitalizzazione di surplus finanziari.

L´uso del premio per il rischio, per il calcolo del costo dell´equity, implica che gli investitori siano avversi al rischio e tale valore viene calcolato nella maggior parte delle volte attraverso l´uso del modello denominato **CAPM**[7] (*Capital Asset Pricing Model*). Questo modello calcola il premio per il rischio come prodotto tra il premio per il rischio di mercato e il fattore β[8]. Per cui il rendimento dell´equity, calcolando il premio per il rischio di mercato come la differenza tra il rendimento atteso dal portafoglio di mercato e il rendimento privo di rischio, viene calcolato con la formula:

$$r_e = r_f + (E(r_m) - r_f) \cdot \beta$$

Le previsioni sul valore del premio per il rischio di mercato vengono fatte solitamente sulla base dei dati storici. Nella pratica il valore può venire calcolato mettendo a confronto la media geometrica a lungo termine del rendimento delle azioni (con uso di indici quali DAX, MDAX) e quella, sempre a lungo termine, del rendimento dei bond. Anche il fattore β può essere calcolato con l'aiuto di valori storici attraverso l'uso del modello della regressione lineare in

[7] Le condizioni di base del CAPM sono:
- Esistenza di un mercato dei capitali perfetto, vale a dire assenza di costi informativi, di transazione per vendita o acquisto di titoli, assenza di tasse così come di barriere nel mercato
- Singoli investitori non hanno la capacità di influenzare l'intero mercato
- Il numero degli investimenti è fisso e tutti gli investimenti sono commerciabili
- Ci sono investimenti privi di rischio ed è riconosciuto possibili investire un quantitativo illimitato di denaro ad un tasso di interesse certo

[8] Come la struttura capitale dell'azienda viene influenzata dalla presenza di debito, così anche il fattore β e si distingue in:
- β unlevered, detto anche operating Beta, usato nell'APV
- β levered, usato sia nel Wacc approach che nell'equity approach, e la cui formula per ottenerlo è la seguente: $\beta_L = \beta_U [1 + (1 - t) d/e]$, dove t rappresenta l'aliquota societaria, d il valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell'equity
- financial β, dato dalla differenza tra βlevered e βunlevered

cui vengono correlati valori di rendimenti di titoli con il rendimento del portafoglio di mercato: la correlazione è massima quando il coefficiente assume il valore +1 mentre è minima se il coefficiente assume valore -1. Il valore del fattore β che si ottiene consiste in una stima dello stesso e non un valore assoluto. La regressione con i dati storici è applicabile solo per aziende quotate, quindi sorge il problema di come poter calcolare tale parametro in assenza di quotazione. In realtà vengono pubblicati valori di β specifici per i diversi settori, ma ciò non molto frequentemente; nel caso non siano presenti si possono usare i β di aziende peer group, che quindi possiedono caratteristiche simili. I passaggi sono sintetizzati in Figura 5.

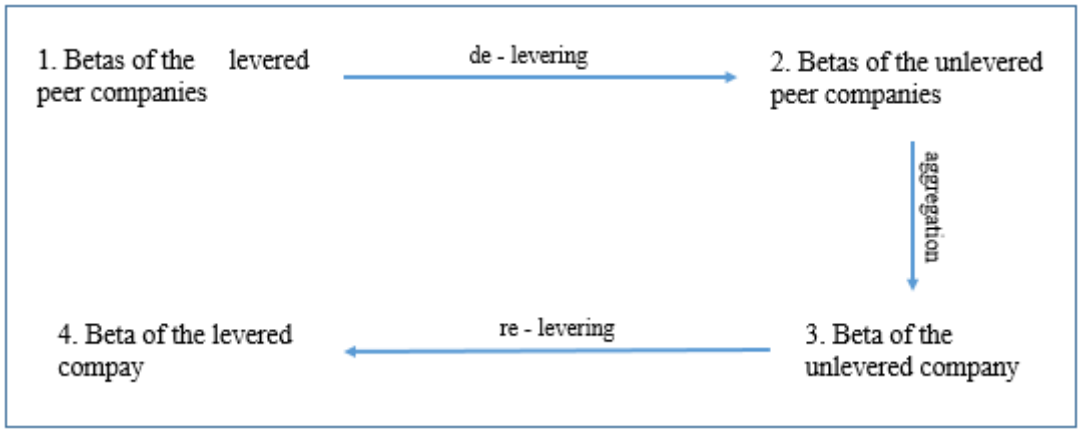

Figura 5: *Il fattore β ottenuto attraverso un peer group.*
Fonte: elaborazione personale

Una caratteristica del CAPM è che, nel calcolo del premio per il rischio si considera solo il rischio sistematico. Nella maggior parte dei casi però il premio per il rischio che si ottiene è troppo basso, per cui nella pratica viene applicato un aggio, ovvero un aumento del valore per coprire anche il rischio non sistematico che nella maggior parte dei casi non può essere evitato (nella realtà, infatti, spesso i portafogli non possono essere diversificati al punto da eliminare completamente anche il rischio non sistematico). Se si decide quindi di incrementarne il valore ottenuto, bisogna porre grande attenzione che i rischi che vengono introdotti non vengano calcolati due volte: nel tasso di sconto e nei Cash Flow da attualizzare. Si deve, quindi, decidere in modo fisso, fin dall'inizio della valutazione, dove conteggiare tali rischi. Non solo il rischio non sistematico può creare un aggio nel tasso di sconto, ma anche ulteriori rischi che devono essere tenuti in considerazione di volta in volta a seconda della situazione corrente.

Il costo del debito

Il **costo del debito** è necessario, come si desume dalla formula del WACC precedentemente esposta, per la determinazione dello stesso tasso di sconto. In questo caso non ci si basa sui dati storici dei tassi di interesse applicati in passato, utilizzati per calcolare il valore di mercato del debito, bensì bisogna adottare un tasso di sconto attuale che presenti lo stesso livello di rischio riportato dalla componente di debito analizzata. Come il costo dell'equity anche il costo del debito è costituito da due fattori, il tasso di interesse privo di rischio e il premio per il rischio moltiplicato per il fattore β. Il costo del debito solitamente viene dedotto partendo dalla curva dei rendimenti dei bond emessi dalla Bundes Bank e creando una media tra il rating dell'azienda, nel caso sia quotata, e i valori della curva dei rendimenti di detti bond. Nel caso non vi sia presente un rating, si può ottenere un rating approssimativo usufruendo del valore usato per un peer group. Si ricordi che grazie alla deducibilità fiscale degli interessi, il costo del debito finale è dato dagli stessi al netto delle tasse deducili:

$$r_d = r_d \cdot (1 - t)$$

Dove:

- r_d rappresenta il rendimento atteso dagli obbligazionisti
- t consiste nell´aliquota societaria

Nel caso in cui la deducibilità fiscale venga calcolata in fase di stima dei cash flow, la formula del WACC non può essere applicata in quanto comporterebbe il calcolo doppio della deducibilità fiscale e ciò non sarebbe corretto. Se si vuole quindi adottare la deducibilità durante il calcolo dei Cash Flow la formula del WACC muta in:

$$r_e \cdot \frac{e}{\text{total assets}} + r_d \cdot \frac{d}{\text{total assets}}$$

La formula per ottenere l'enterprise value adottando l'approccio del WACC risulta quindi essere la seguente.

$$\mathbf{NPV} = \sum_{t=1}^{n} \frac{oFCF}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_{oFCF}}{(1 + WACC)^n}$$

1.2.1.2 *Adjusted Present Value Approach*

Il metodo dell´ "**adjusted present value**", mira come primo obiettivo, alla determinazione del valore della azienda in questione.

La caratteristica di questo approccio vede il delinearsi dell'equity value in tre passaggi principali:

1. Stima del valore attuale dell'azienda in assenza di debito. Vengono quindi attualizzati i Free Cash Flow calcolati come nel caso in cui tutto fosse finanziato solo da equity, con il costo dell'equity unlevered (viene utilizzata la formula del CAPM per il calcolo del costo dell'equity adottando il fattore $\beta_{unlevered}$).
2. Calcolo del beneficio fiscale atteso dalla detenzione di debito (prodotto tra l'aliquota fiscale e il debito presunto in ogni periodo pianificato) attualizzato al momento della valutazione. Il tasso di sconto utilizzato è il costo del debito.
3. Somma dei valori ottenuti nei punti 1 e 2

Nella Figura 5 sono illustrati i passaggi per ottenere l'equity value attraverso il APV Approach

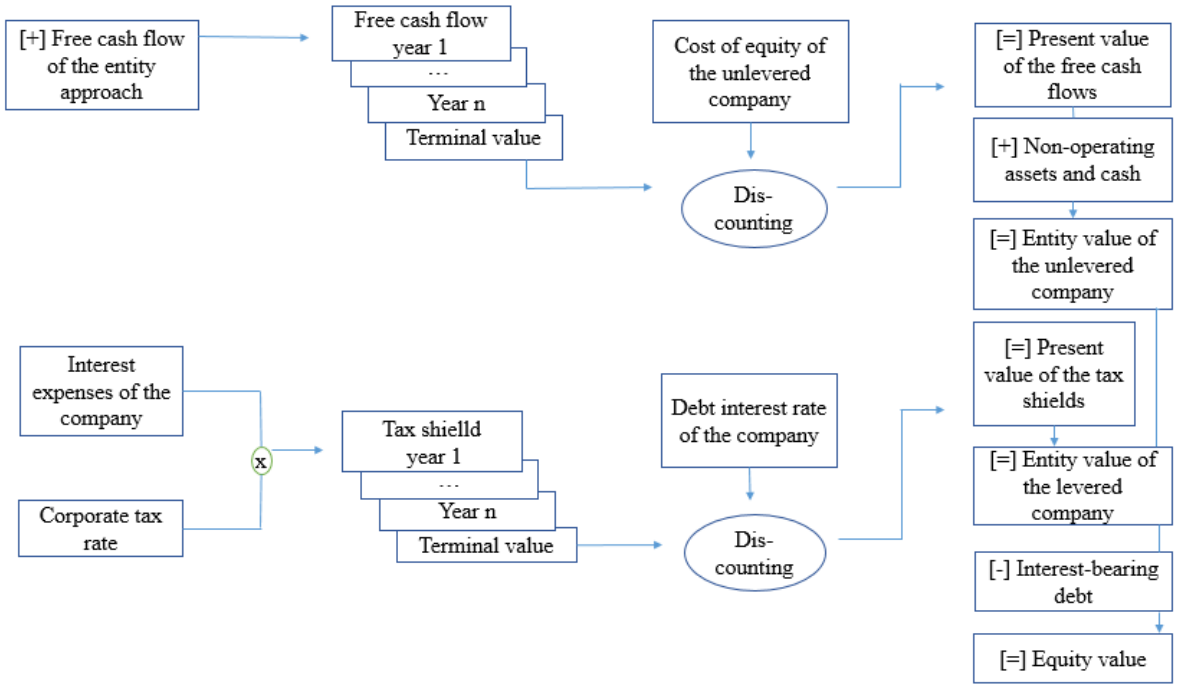

Figura 6: ***Equity value ottenuto attraverso il APV Approach.***
Fonte ERNST, D., e HÄCKER, J., 2011. 375

Mentre la formula matematica per ottenere l'enterprise value è:

$$\mathbf{NPV} = \sum_{t=1}^{n} \frac{oFCF_t}{(1 + r_e^u)^t} + \frac{TV_{oFCF}}{(1 + r_e^u)^n} + \sum \frac{t \cdot r_d \cdot d_{t-1}}{(1 + r_d)^n \cdot r_d}$$

Una delle particolarità dell'APV Approach che lo differenzia dal WACC Approach è la maggiore facilità che permette di rintracciare più velocemente il valore del debito distinto da quello dell'equity, ma allo stesso tempo è uno dei metodi meno utilizzati attualmente. Il motivo di base sta nel fatto che per calcolare il valore dell'azienda in assenza di debito bisogna partire da assunzioni di base e puramente teoriche.

1.2.1.3 *Equity Approach*

L'equity approach è meno utilizzato anche dell'Adjusted Present Value Approach. La caratteristica principale di questo procedimento è che vede inserire anche tutti gli aspetti finanziari direttamente all'interno dei Cash Flow che in questo caso vengono definiti come Cash Flow to Equity (CF to Equity). Partendo infatti dall'EBIT, si ottengono i Cash Flow lordi al netto degli interessi, come nel calcolo dei Cash Flow con il WACC Approach. In questo caso però non vengono sottratte solo le spese in conto capitale e sommate le variazioni del capitale circolante, bensì vengono anche aggiunte le variazioni, positive e negative, della posizione finanziaria. Ciò permette la creazione dei CF to Equity che vengono scontati esclusivamente con il costo dell'equity in quanto, come detto, il costo del debito è già stato introdotto nei Cash Flow. In Figura 7 è possibile seguire i diversi passaggi che permettono di ottenere l'equity value.

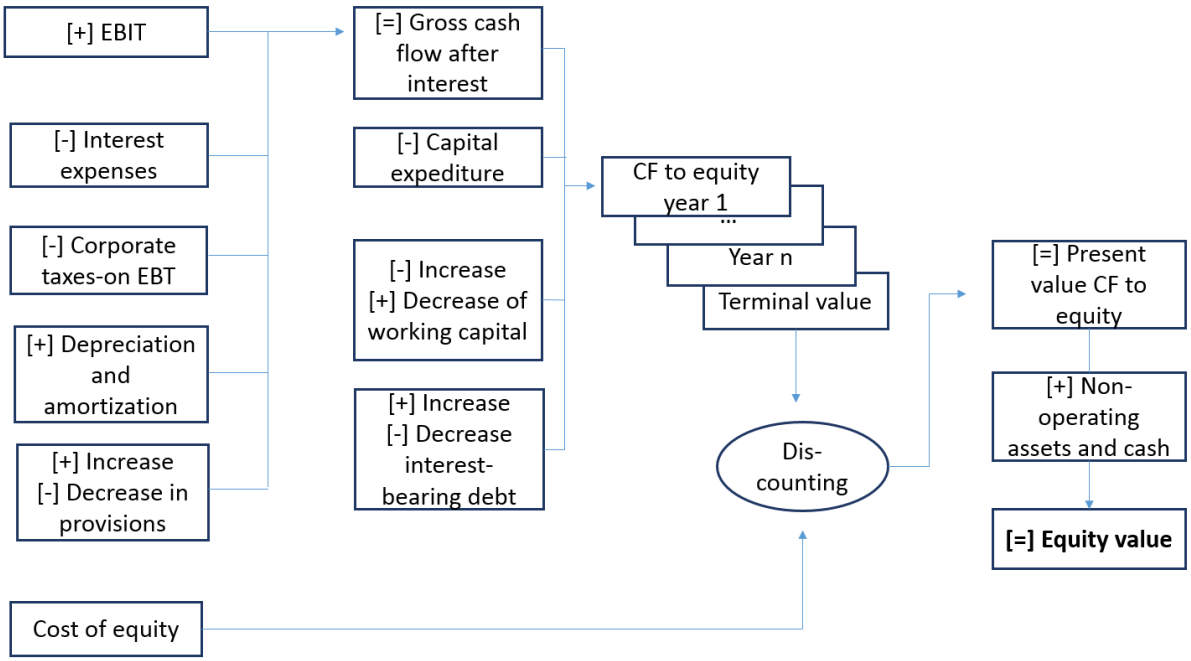

Figura 7: ***L´Equity Value attraverso l´Equity Approach***
Fonte: ERNST, D., e HÄCKER, J., 2011. pag. 376

Mentre la formula matematica per ottenere l'enterprise value è:

$$\mathbf{NPV} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FtE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{TV_{FtE}}{(1+r_e)^n}$$

1.3 LA BORSA DI MONACO DI BAVIERA: IL MERCATO M:ACCESS

Tra il *1997* e il *2002* in Germania erano presenti quattro diversi mercati: quello principale, chiamato **Amtlicher Markt**, quello secondario, denominato **Geregelter Markt**, il mercato ufficiale ma non regolamentato (**Freiverkehr**) e il **Neuer Markt** che permetteva l´accesso alle piccole-medie imprese e non richiedeva tutti i requisiti previsti per l´accesso dei primi due mercati. Quest'ultimo segmento raggiunse in pochi anni una grande fama e vide oltre 16 IPO annue, ma fu anche caratterizzato da un alto numero di fenomeni di underpricing: fenomeno a cui puntavano le aziende soprattutto per far sottoscrivere più velocemente le loro azioni rendendole così maggiormente appetibili. Si pensi che nel 2000 oltre 339 aziende erano quotate in questo mercato con una capitalizzazione totale di 234 Miliardi di Euro. Successivamente la bolla si ruppe e in soli due anni e mezzo la capitalizzazione scese a 29 Miliardi di Euro, comportando così la fuoriuscita di moltissime aziende. Nel 2002 solo un´azienda chiese la quotazione nel Neuer Markt (questi dati sono stati raccolti da Burghof e Hunger (2003)). Il problema di base era partito dalle previsioni errate fatte dalle aziende e dai pochi controlli imposti: molte aziende entrarono in crisi, alcune fallirono e ciò portò alla rottura della catena idilliaca che si era creata in questo segmento. Dal 2001, per arginare tale discesa, fu resa obbligatoria la pubblicazione dei bilanci e delle analisi aziendali. Nonostante ciò e con la cattiva fama del segmento che era andata sviluppandosi, la fine dell´anno 2003 vide anche la chiusura del Neuer Markt.

Il *1° Novembre 2007* il mercato principale ha assorbito quello secondario creando un unico e singolo mercato (**Regulierter Markt**) regolamentato secondo la normativa europea. Nel frattempo, esattamente il 21 Giugno 2005, venne modificato il Freiverkehr Markt (paragonabile al MAC in Italia) al cui interno si videro principalmente due segmenti: quello denominato anche **mercato over the counter** e il **m:access** ideato nel 2005 per favorire la quotazione delle piccole-medie imprese.

Nel *mercato OTC* non vengono richiesti requisiti minimi per accedervi, come invece sono richiesti per gli altri due segmenti. Non si tratta, infatti, di una vera e propria transazione borsistica, in quanto i titoli non appaiono all'interno di listini quotati e tanto meno sono richieste contrattazioni formali, si tratta infatti, semplicemente, di transazioni tra grossi intermediari finanziari. Le caratteristiche principali di questo mercato sono innanzitutto la mancanza di una ammissione formale e la mancanza del cosiddetto "book" di negoziazione in cui verrebbero annotati i diversi scambi delle azioni in essere. Inoltre, le aziende non sono sottoposte a particolari controlli e non devono rispondere a obblighi informativi periodici.

Il *mercato regolamentato* vero e proprio, invece, permette l´accesso alle grandi imprese e richiede importanti requisiti per potervi entrare, nonché elevati costi a carico dell´azienda per sopperire a tutte le informazioni che devono essere presentate prima della quotazione e durante la stessa. Per esempio il capitale minimo richiesto in fase di quotazione è pari a 50.000€ e le aziende devono versare una cauzione minima di 100.000€ che in particolari casi può raggiungere anche i 250.000€, nonché devono possedere un capitale proprio minimo pari a 5.000.000€.

1.3.1 Il m:access

Il segmento di mercato ***m:access*** della Borsa di Monaco di Baviera è stato ideato per accogliere tutte le piccole-medie imprese. Viene denominato anche *segmento ibrido* in quanto non si tratta di semplici transazioni (come nel mercato OTC) ma neppure di una vera quotazione in Borsa: si tratta di un mercato che prevede maggiore trasparenza e requisiti minimi, ma non alla stregua del Regulierter Markt. Gli emittenti di questo segmento sono caratterizzati da maggiore trasparenza e pubblicità rispetto al mercato OTC, ciò è permesso dal rispetto dei requisiti e degli obblighi che derivano dall´adesione a tale segmento, soprattutto dalle richieste di comunicazioni istituzionali e dai doveri aggiuntivi che sono alla base di una informazione completa ed esaustiva per gli investitori.

La direzione, ed in particolare il comitato[9], della Borsa di Monaco organizza e gestisce anche il segmento m:access: le regole per questo mercato sono in parte le stesse valide per il libero scambio di azioni e per l´ordine in Borsa e le disposizioni di legge restano quindi inalterate.

Di seguito verranno analizzate nello specifico le regole che caratterizzano il segmento m:access.

Anche in questo segmento le aziende che si quotano devono essere supportate da società esperte di emissioni, i cui nomi possono essere rintracciati nella lista presente nel sito web ufficiale della Borsa di Monaco.

Le società possono essere affiancate, per la consulenza e per la preparazione di IPO solo dalle società esperte di emissioni che siano ammesse alla consultazione su un mercato nazionale e che abbiano sottoscritto un contratto di emissione con la Società per azioni della Borsa bavarese, la Bayerische Börse AG. Obbligo è, per gli esperti di emissioni, la prova di esperienza sui mercati dei capitali: l´esperienza è ritenuta tale se sono state effettuate almeno 10 transazioni (IPO, azioni societarie, supporto nell´emissione di obbligazioni societarie, …) nel mercato

[9] Il **comitato della Borsa di Monaco**, deve agire solo nell´interesse pubblico e non per soddisfare singoli individui e le sue principali funzioni sono:

1. Emanare le regole di scambio nonché il regolamento relativo alle tasse da applicare
2. Emanare le condizioni di partecipazione al mercato azionario
3. Adottare norme per la gestione
4. Emanare regole per gli underwriter
5. Nominare e revocare il direttore generale
6. Monitorare la gestione generale
7. Approvare l´introduzione di sistemi tecnici per lo scambio e il regolamento di operazioni di cambio
8. Offrire consigli su fusioni e cooperazioni che possono influenzare l´andamento del mercato

nazionale dei capitali. Inoltre, obbligatorio, è il pagamento della tassa di iscrizione pari a 2.500€.

L´esperto di emissioni viene nominato su richiesta del Consiglio della Borsa di Monaco ed è annunciato ufficialmente nella Gazzetta Ufficiale delle Quotazioni nonché sul sito web della Borsa di Monaco. L´esperto di emissioni è poi incluso nella lista ufficiale accessibile e consultabile pubblicamente. L´incarico come esperto di emissioni può anche essere revocato se vengono meno le condizioni iniziali o se non si rispettano i requisisti minimi richiesti.

La domanda ufficiale per accedere al segmento m:access deve essere inoltrata in maniera formale dall´azienda esperta di emissioni in accordo con l´emittente. In parallelo lo statuto dell´emittente deve essere accompagnato da un certificato di registrazione recente e i report annuali degli ultimi tre anni devono essere sufficientemente esaustivi, tali da contenere tutte le possibili informazioni richieste. Altri documenti più specifici possono essere poi richiesti dalla stessa Borsa di Monaco.

La domanda di ammissione, che deve essere accompagnata dal prospetto approvato dal Federal Financial tedesco, deve essere pubblicata anche sul sito web dell´emittente al fine di renderla nota anche agli investitori già presenti.

La domanda di partecipazione al segmento del m:access viene gestita dal Consiglio della Borsa di Monaco, ma può capitare che venga sottoposta anche al comitato del Freiverkehr per maggiore sicurezza e in questo caso quindi deve superare due approvazioni.

Non tutte le aziende possono quotarsi liberamente sul m:access: vi sono, infatti, dei requisiti minimi da rispettare per permettere maggiore trasparenza e sicurezza di informazioni per il pubblico azionista. Possono venire quotate infatti le azioni i cui emittenti abbiano già stilato un bilancio con la forma giuridica di società di capitali[10]. Inoltre l´emittente deve avere un capitale sociale di almeno 1.000.000€.

La permanenza della quotazione nel m:access presuppone che l´emittente gestisca un sito web in cui venga riportato un rapporto contenente le valutazioni più recenti e tutte le informazioni necessarie agli azionisti circa la posizione dell´azienda. Importante è la pubblicazione dei bilanci e della revisione degli stessi entro i sei mesi dalla pubblicazione, inoltre, l'emittente si deve impegnare a pubblicare, sul sito web e attraverso le pubblicazioni delle agenzie di rating,

[10] La società di capitali può essere:
- Società per azioni (S.p.a.)
- Società a responsabilità limitata (S.r.l.)
- Società in accomandita per azioni (S.a.p.a.)

eventi particolari nel caso in cui questi influiscano sull´andamento generale del business dell´attività e soprattutto se condizionano in maniera rilevante il prezzo.
Sul sito web è obbligatoria la pubblicazione del calendario riportante le principali scadenze aziendali e i passaggi chiave del bilancio sottoposto a revisione.
L'emittente deve partecipare almeno una volta all´anno alle conferenze condotte da analisti alla Borsa di Monaco, o ad altri eventi analoghi, ed effettuare con la stessa periodicità un meeting per presentare la situazione aziendale a tutti gli investitori.

Gli esperti di emissioni non solo devono affiancare gli emittenti, ma il loro compito è anche quello di certificare e garantire determinati prerequisiti dell'azienda emittente.
Nel caso di una prima offerta pubblica, l'emittent advisor deve garantire la presenza di un istituto per la distribuzione delle azioni, o se ne deve occupare personalmente, nonché deve essere assicurata anche la presenza di un underwriter ufficiale.
Deve essere, inoltre, garantita una liquidità minima di 5.000€ e uno spread, garantito dagli esperti di emissioni, per un periodo di almeno sei mesi dalla prima quotazione. Dettagli più specifici vengono poi delineati dalla Borsa di Monaco per casi particolari.
L´esperto di emissioni assume l´incarico di assistere l'azienda emittente e di accertare che vengano rispettati tutti i requisiti prescritti dalla legge per i primi 12 mesi di quotazione.
Inoltre, nel caso in cui l´esperto di emissioni venga a conoscenza di situazioni particolari, o mutamenti rilevanti all´interno dell´azienda che affianca (es. assemblee generali future programmate, pagamenti di dividendi, diritti di sottoscrizione…), deve informare in maniera repentina tutti gli azionisti.

Nel caso in cui il comitato della Borsa di Monaco verifichi che non sono più rispettate le condizioni di quotazione nel segmento del m:access, può decidere di eliminare dalla lista delle aziende quotate la società in questione. In tal caso, però, non viene meno la partecipazione al Freiverkehr.
Nel caso sia l´azienda stessa a decidere di volersi delistare dal segmento m:access e di restare solo nell´Open Market, devono essere analizzati prima di tutto gli interessi degli investitori al fine di garantire loro la maggiore tutela possibile.
La quotazione ufficiale nel segmento m:access viene preceduta dalla pubblicazione dei dati aziendali, insieme con i futuri progetti pianificati, nel sito web della Borsa di Monaco, nonché nella lista presente sulla Gazzetta ufficiale della Borsa di Monaco.
Sul sito della Borsa di Monaco vengono anche pubblicati i dati che confermano il rispetto dei requisiti essenziali imposti dalla legge, per di più viene anche inserito il link che porta

direttamente al sito web dell´azienda, al fine di facilitare gli investitori a verificare in maniera indipendente la situazione della stessa.

Dopo due anni che una azienda è quotata nel segmento m:access, e paga regolarmente la sua tassa di iscrizione, le viene offerta la possibilità, se ne possiede i requisiti, di quotarsi sul mercato regolamentare: due anni sono necessari per permettere all'azienda di farsi conoscere e di essere pronta per il Regulierter Markt.
Può avvenire anche il contrario, ovvero il passaggio dal Regulierter Markt al m:access, ma questo non solo deve essere corredato da una domanda formale e dal prospetto pubblicato sul sito web dell'emittente, ma devono essere valutati anche gli interessi degli investitori.

Le tasse per l´accesso all'open market così come al mercato regolamentato prevedono il versamento di una somma pari a 2.500€.
Successivamente, la tassa di rinnovo annuale varia in funzione del capitale presente sul mercato azionario al 31.12 dell´anno precedente e il tariffario attualmente applicato è consultabile in Figura 8.

Livelli	*Volume di capitale quotato*	*Tassa annua*
1	< € 10 Milioni	€ 2.000,00
2	< € 25 Milioni	€ 2.500,00
3	< € 50 Milioni	€ 2.750,00
4	< € 75 Milioni	€ 3.000,00
5	> € 75 Milioni	€ 3.500,00

Figura 8: ***Tasse annuali presenti nel m:access.***
Fonte: elaborazione personale

In casi particolari le aziende possono richiedere delle riduzioni delle quote di iscrizione annuale, ma in questo caso la domanda verrà valutata dal Comitato della Borsa di Monaco e la richiesta verrà accolta solo dopo aver vagliato dettagliatamente l´intera situazione dell´azienda e le motivazioni riportate.

Per quanto riguarda le modifiche al regolamento vigente nel segmento m:access, esse possono essere introdotte in ogni momento dalla Borsa di Monaco ed entrano in vigore dal giorno successivo alla loro pubblicazione nella gazzetta ufficiale della Borsa di Monaco.

1.4 STEP SUCCESSIVI ALLA VALUTAZIONE AZIENDALE

Dopo aver effettuato la valutazione dell´azienda viene redatto un *prospetto* accurato riportante la situazione giuridica ed economica dell´azienda. In tale documento devono essere presentati i principi generali seguiti, le informazioni circa le azioni che saranno emesse, le informazioni generali circa gli investitori e il capitale investito, informazioni circa le attività svolte, circa le recenti performance aziendali e i prospetti futuri, nonché informazioni relative agli stakeholder. Il documento rappresenta un atto legale e tutte le informazioni ivi riportate devono essere corrette e veritiere, pena perseguimenti penali. Questo report serve per chiarire la situazione finanziaria attuale e futura al fine di poter offrire tutte le nozioni necessarie ai possibili investitori.

Successivamente si delinea **la fase di Marketing** che coinvolge le relazioni con gli investitori attuali e potenziali: il *pre-marketing***,** durante il quale avvengono incontri informali con analisti che propongono il prezzo delle azioni, e la cosiddetta ***Research,*** in cui gli analisti bancari presentano le loro ricerche sull'azienda e sul mercato circostante e offrono agli investitori la possibilità di avere una prima opinione circa la società in questione. La fase di Marketing si conclude poi con il ***Road show,*** ovvero il momento in cui l´executive board e le banche del consorzio presentano ufficialmente la società emittente. L´obiettivo in questo caso è quello di convincere che le azioni offerte saranno un ottimo investimento.

1.4.1 Il pricing

Il pricing rappresenta il momento durante il quale viene scelto il prezzo dell´azione; si ricordi che solitamente gli investitori si aspettano che il 25% del totale delle azioni venga trasformato in flottante. Gli elementi che influiscono sulla scelta del prezzo della singola azione non riguardano soltanto le caratteristiche aziendali bensì influiscono anche le condizioni e le fasi del mercato dei capitali e lo stato del mercato secondario in cui il titolo verrà poi scambiato. A seguito della valutazione dell´azienda si giunge ad un possibile prezzo dell'azione che deve però essere aggiustato secondo le condizioni di mercato correnti al fine di far corrispondere domanda e offerta. Le modalità possibili sono diverse e negli ultimi anni sempre più complesse (come emissioni riservati a particolari soggetti); ricorderemo di seguito le principali.

- **Il metodo del prezzo fisso**, adatto principalmente ad emissioni piccole, consiste nella fissazione di un singolo prezzo. Il prezzo viene fissato ex-ante e solo successivamente gli investitori possono prenotare le azioni e nel caso in cui le adesioni siano superiori alla quantità offerta si procede all´estrazione o al riparto. Con questa metodologia

l´unica influenza che può provenire dal mercato è il dialogo tra le banche investitrici e i potenziali investitori. Il problema in questo caso è che si tratta di potenziali acquirenti di grandi quantità di azioni per cui non si riesce a percepire lo spirito dei piccoli investitori, e ciò rende questo metodo abbastanza rischioso per soddisfare grosse emissioni di azioni. La maggior parte delle banche infatti non si assume il rischio di emissione, ma cerca solamente la via migliore per collocarle. Dall´altra parte, le banche investitrici assumono il rischio di underwriting: infatti con questa metodologia viene assicurato un ammontare fisso di flusso di capitale per i membri della società quotata. Come risultato, le banche, al fine di minimizzare il rischio, fissano il prezzo sotto l´equa valutazione. Nella realtà, spesso succede che le banche fissino il prezzo prescelto e comunque non incorrano in tale rischio di sottoscrizione, in quanto poi riescono ad acquistare le azioni rimanenti ad un prezzo scontato. Il difetto di questa metodologia è che non si hanno dati certi relativamente alla domanda e quindi non è possibile trovare una congiunzione tra la massimizzazione del volume di azioni e il loro prezzo di quotazione. Inoltre, nel caso in cui il prezzo sia troppo basso rispetto a quello atteso si verificherà, in modo rilevante, il fenomeno dell´underpricing. Oggi il metodo del prezzo fisso viene adottato principalmente nei casi di aumento di capitale nei quali i sentimenti del mercato sono già ben conosciuti e quindi si riesce a minimizzare la maggior parte dei rischi relativi a questa metodologia.

- **Il metodo del Bookbuilding** (oggi il più frequentemente usato) prevede di determinare il prezzo attraverso il monitoraggio delle sottoscrizioni ricevute durante la settimana del road show, che è compresa nell´official marketing (2/3 settimane). In altre parole può essere paragonato alla scelta di prezzo/quantità incontrando domanda e offerta. In questo caso il prezzo base viene calcolato e proposto dalla banca investitrice dopo aver svolto una analisi del settore della azienda in questione. Successivamente le banche chiamano grandi potenziali investitori a proporre possibili prezzi dopo aver tenuto conto delle analisi svolte. In un secondo momento questi risultati vengono incorporati con la valutazione aziendale e si crea un range di prezzo che si scosta del 10-20%. Questo prezzo verrà poi inserito nel foglio illustrativo che verrà consegnato al road show in cui i possibili investitori possono proporre offerte all´interno del range di prezzo indicato. Tale processo viene definito “decoupled-bookbuilding-method” in cui il prezzo viene deciso ufficialmente solo alla fine di questo periodo (uno dei lati negativi del modello) con lo scopo di includere all´interno dello stesso anche le aspettative del mercato. Il problema in questo caso si presenta in mercati molto volatili in cui il prezzo dell´azione, con questo metodo, potrebbe abbassarsi notevolmente. Dopo il road show viene

ufficializzato il prezzo dell´azione matchando domanda e offerta: ciò significa che viene scelto il prezzo maggiore che allo stesso tempo garantisca il piazzamento di tutte le azioni. Nonostante sia il metodo oggi più utilizzato, il bookbuilding presenta molte perplessità circa il comportamento degli emittenti di azioni e delle banche investitrici soprattutto durante il percorso del road show. D'altra parte questo modello porta anche alla valutazione delle aspettative del mercato massimizzando il processo e scemando il rischio di piazzamento.

- **Il metodo dell´asta** prevede l´invito dei partecipanti all´IPO a formulare offerte competitive, e sulla base di queste vengono scelti gli assegnatari delle azioni e il prezzo delle stesse. Le azioni vengono allocate iniziando dall´offerente maggiore fino ad arrivare a colui che offre il minor prezzo per le azioni restanti fino al loro esaurimento. Il vantaggio in questo caso è che il prezzo si modifica secondo le disponibilità degli offerenti e ciò significa, teoricamente, che tutte le informazioni sono incorporate nel prezzo. Allo stesso tempo le banche investitrici e gli emittenti veri e proprio non possono influenzare minimamente il prezzo e neppure cercare di dirigere strategicamente parte dell´azionariato verso specifici investitori.

1.4.2 L'allocation

L´*allocation* consiste nell´emettere ufficialmente le azioni nel mercato borsistico che possono essere offerte a investitori istituzionali, a retail investors, a collaboratori e a dipendenti, così come a membri della famiglia.

1.4.3 La stabilization

Per quanto concerne invece la fase di *stabilizzazione*, essa di sviluppa per circa 30 giorni e vede come figura principale il Global Coordinator[11]. La funzione, nonché l´obiettivo di questo ultimo, è quella di stabilizzare il prezzo delle azioni emesse nel breve termine. La tecnica di base per raggiungere questo scopo è quella di allocare sul mercato un numero maggiore di azioni e di riacquistarle nel caso in cui il prezzo scenda sotto una determinata cifra, precedentemente concordata con l´azienda. I metodi principali seguiti dal Global Coordinator sono 3:

- **Greenshoe** (over-allotment option), in cui il Global Coordinator vende allo scoperto un certo ammontare di azioni adottando un prezzo simile a quello dell'offerta iniziale. A

[11] Il Global Coordinator, che viene scelto dall'azienda, svolge il ruolo di intermediario durante l'operazione di collocamento assumendo il compito di coordinamento e di consulenza. Tale ruolo può venire svolto da banche di investimento o da altri intermediari finanziari autorizzati.

tal fine il Global Coordinator chiede in prestito i titoli (non più del 10-15% dell´offerta totale) all´azienda al prezzo di collocamento attraverso un contratto di prestito della durata di 30 giorni che prevede per il global coordinator, anche gratuitamente, l´opzione di acquisto che può essere esercitata entro la scadenza del suddetto contratto di prestito. Successivamente, se nei primi giorni della quotazione il prezzo delle azioni scende, il global coordinator acquista sul mercato le azioni necessarie per concludere la sua posizione di scoperto. In questo modo si rallenta la discesa del prezzo in quanto si stimola la domanda. Se invece i prezzi delle azioni salgono, il Global Coordinator reimmette sul mercato altre azioni in modo da aumentare il flottante e quindi da rallentare l´ascesa del titolo.

- **Naked short**, consiste nella vendita allo scoperto delle azioni in eccesso dell´over-allotment option. Questo processo serve per facilitare il piazzamento di azioni a lungo termine. In questo caso le azioni devono poi essere rivendute e ogni possibile perdita viene supportata dal consorzio.
- **Naked Long**, consiste in una delle principali tecniche di vendita e segue la greenshoe così come la naked short. In questo periodo il Global Coordinator può continuare a vendere e acquistare azioni nel mercato per conto del consorzio.

1.4.4 I fattori culturali in rapporto con il fenomeno dell'underpricing

Il fenomeno dell'***underpricing*** è quello per cui si assiste ad un repentino aumento del prezzo delle azioni nei primi 2/3 giorni di quotazione dei titoli.

Il suddetto fenomeno è stato studiato da diversi punti di vista, anche da quello culturale, per capire in quali Paesi tale fenomeno sia maggiormente presente, e se sia causato da aspetti culturali. Autori quali Bruce A. Costa, Anthony Crawford e Keith Jakob (2013)[12] hanno ipotizzato la relazione al fenomeno dell´underpricing con le *sei dimensioni culturali definite da Hofstede* (1991)[13].

Dati empirici mostrano come tale fenomeno varii enormemente da Paese a Paese, partendo da una media del 4% in Russia, passando ad un 17% negli Stati Uniti, per arrivare ad un 150% in Cina. Recentemente, infatti, molti studiosi (tra cui Kwok, Tadess (2006), Goodell (2009), Jacob (2010)) hanno affrontato questo problema, ovvero l´impatto delle differenze culturali sul mondo finanziario. Sono emersi aspetti rilevanti come le credenze religiose che influenzano gli investitori spingendoli ad ottenere protezioni maggiori così come ad essere maggiormente aperti verso altre culture. Altri fattori, invece, come ad esempio la distanza tra investitori e azienda portano gli investitori a prediligere aziende vicine e con lo stesso bagaglio culturale.

L´aumento della letteratura in questo campo ha portato gli autori Costa, Crawford e Jakob (2013), a ricercare collegamenti tra le sei dimensioni di Hofstede (1991) e le fasi iniziali di IPO tra diversi Paesi. Le sei dimensioni di cui si sta trattando sono: ***power distance***[14] (PDI), ***individualism***[15] (IDV), ***masculinity***[16] (MAS), ***uncertainty avoidance***[17] (UAI), ***long term***

---

[12] Nell´articolo *Does culture influence IPO underpricing?,* pubblicato nel 2013

[13] Geert Hofstede, nato nel 1928 è oggi un rinomato psicologo sociale olandese che ha condotto numerosi studi attraverso i diversi Paesi (ha studiato 70 Paesi e i dati ricoprono un arco temporale di 6 anni, dal 1967 al 1973) al fine di studiarne le culture. Come risultato ha definito le sei dimensioni culturali che definiscono ogni nazione e per ognuna di esse ha definito un valore da 0 a 100 per ogni Stato da lui analizzato.

[14] **Power distance**: rappresenta il livello in cui i meno abbienti di una società accettano che il potere sia distribuito in modo diseguale. Le società che presentano un alto indice di questa dimensione sono caratterizzate dall´accettazione di un ordine gerarchico in cui in cui ognuno ricopre una propria posizione e non ne deve dare giustificazioni.

[15] **Individualism vs collectivism**: delinea una società in cui i singoli si prendono cura di sé e delle persone più vicine, senza curarsi degli altri. In una società in cui questo indice è molto basso emerge il collettivismo in cui l´immagine dell´io si fonde con quella del noi.

[16] **Masculinity vs femininity**: la mascolinità delinea una società in cui la competizione e la necessità di ricompense materiali sono molto rilevanti. Suo opposto la femminilità delinea l´emergere di cooperazione, modestia.

[17] **Uncertainty avoidance**: esprime il grado in cui i membri di una società si sentono a disagio o meno in situazioni di ambiguità e di incertezza. Paesi con alti indici di questa dimensione sono molto rigidi e fanno grande affidamento alle regole.

orientation[18](LTO) e ***indulgence***[19](IVR). Per ogni dimensione gli autori sopra citati hanno delineato delle ipotesi, successivamente provate attraverso il processo della regressione, circa il collegamento tra fenomeno di underpricing e gli aspetti culturali di diversi Paesi. Nella Figura 8 sono state riassunte le relazioni ipotizzate tra le dimensioni culturali e il fenomeno dell'underpricing.

Dimensione	Tipo di relazione	Motivazione
Power Distance	**Positiva**	Predisposizione ad accettare maggiori livelli di iniquità dove vi è una distribuzione del potere non equa.
Uncertainty avoidance	**Negativa**	Gli investitori attendono dati certi fin dall'inizio in società in cui si cerca di evitare situazioni di ambiguità.
Individualism	**Negativa**	Le azioni spesso vengono attribuite ai clienti più importanti e vicini e che riscontrano maggiore lealtà. Queste sono caratteristiche che delineano un gruppo.
Masculinity	**Positiva**	Un maggiore grado di competitività porta alla disponibilità da parte dei soggetti di voler ottenere vantaggio rispetto alle parti opposte.
Long-term orientation	**Positiva**	Gli investitori non saranno interessati a rilanciare nel breve termine le azioni.
Indulgence	**Negativa**	Una società particolarmente vicina ai desideri dei soggetti vede la propensione a vendere velocemente le azioni per ottenerne profitti.

Tabella 1*: Ipotesi relazione tra dimensioni culturali e underpricing.*
Fonte: elaborazione personale

[18] **Long term orientation vs short term orientation**: questa dimensione delinea il rapporto di una società con il suo passato e con il suo futuro
[19] **Indulgence vs Restraint**: una società in cui vi sono alti tassi di indulgenza delineano una comunità in cui la gratificazione verso gli altri ed elementi legati al divertimento e allo svago sono ben accetti.

Come prima analisi, al fine di verificare le ipotesi sopra citate, sono confrontate le dimensioni di Hofstede con i dati empirici ottenuti da Ritter (2013)[20]: si tratta dei valori riportati subito dopo la prima quotazione di una serie di titoli, e che presentano tutti il fenomeno dell´underpricing; in questa analisi infatti sono stati inclusi solo i 38 Paesi che presentano tale fenomeno.

Per analizzare l´influenza delle sei componenti culturali, sono state usate diverse regressioni lineari multi-fattoriali al fine di controllare ogni campione del Paese in oggetto: la regressione, infatti, permette di individuare con precisione tutti i punti di influenza con dati precisi. Per i Paesi con campioni molto grandi è stata usata la radice quadrata[21] del numero di osservazioni per rendere più equi i diversi campioni tra loro e per rendere il modello sempre più preciso.

Dalla regressione si ottiene che il modello è significativo all´1% e presenta un R^2 del 38%: valido solo per tale percentuale dei dati analizzati. Inoltre i coefficienti sono coerenti con le ipotesi sopra esposte. Al fine di migliorare il modello, ed usando l´approccio cosiddetto della "regressione all´indietro", sono state eliminate le variabili che presentano una bassa *significatività* per lo stesso. In questo caso si vede dalla Figura 9 che la validità del modello è aumentata e ora il modello è adeguato a descrivere il 39,2% dei casi analizzati, così come la significatività del modello che ora è di 9,159.

Table 5
Regression of IPO returns on three cultural dimensions.

	Constant	PDI	UAI	LTO
Parameter estimate	−14.786	0.808	−0.427	0.548
T-value	−.849	3.485	−2.290	2.759
Significance	0.403	0.001	0.028	0.009

Weighted least squares regression analysis with three cultural dimensions as the independent variables and IPO return as the dependent variable. The weight is defined as the square root of the number of observations for each country. There are 39 countries in the sample. Hofstede defines six dimensions of culture; power distance index (PDI), uncertainty avoidance index (UAI), individualism (IDV), masculinity (MAS), long term orientation (LTO), and indulgence versus restraint (IVR). In this regression PDI, UAI, and LTO are the independent variables. This is the final model based on backwards stepwise regression.
Model summary
F-test value: 9.159.
F-test sig: 0.000.
Adjusted R^2: 0.392.

Figura 9: ***Seconda regressione per migliorare il modello.***
Fonte: COSTA, CRAWFORD, A., e JAKOB, K., 2013., pag.121

Come conclusione si può quindi dedurre che tutte le sei dimensioni culturali definite da Hofstede influenzino il fenomeno dell´underpricing: power distance, masculinity e long-term oriented con una relazione positiva mentre uncertainty avoidance, individualism e indulgence

[20] Jay. R. Ritter, conosciuto anche come "Mr. IPO", è professore di Finanza Aziendale all´Università della Florida e si occupa principalmente di studiare l´ambiente dell´IPO, dalla sua "nascita" fino alla quotazione e a seguito la sua performance; in particolare si è occupato anche di analizzare il fenomeno dell´underpricing in diversi Paesi.
[21] Viene scelta la radice quadrata in quanto l´errore standard della media è funzione della radice quadrata

con una relazione negativa ovvero all'aumentare di tali fattori, il fenomeno scema. In particolare si è cercato di migliorare il modello e si è dedotto che fattori quali power distance, uncertainty avoidance e long-term oriented sono le tre variabili più significative. Bisogna comunque notare che la attendibilità del modello resta sempre molto bassa e quindi si ricordi che non solo i fattori culturali influenzano il fenomeno dell´underpricing, ma sono comunque da tenere in considerazione se si analizza tale fenomeno come qualsiasi fenomeno finanziario. Scopo dello studio non era infatti dimostrare che solo le dimensioni culturali determinano l'underpricing, bensì che ne influenzano in parte il valore.

Volendo successivamente analizzare un caso verificatosi in Germania ci soffermeremo a trarre le conclusioni per la nazione tedesca secondo quanto affermato da questo modello.

Country	Sample size	IPO return	PDI	UAI	IDV	MAS	LTO	IVR
Germany	704	25.2	35	65	67	66	82.87	40.40

Figura 10: ***Valori rilevati analizzati in Germania.***
Fonte: **COSTA, B.A., CRAWFORD, A., e JAKOB, K., 2013, pag.119**

Dalla Figura 10 si evincono i soli dati riguardanti la Germania. Da essi si nota che i primi due valori porterebbero a conclusioni contrastanti per cui possiamo terminare affermando che il modello non riesce a spiegare il caso della Germania.

Per concludere in maniera più esaustiva è stato deciso di riportare l´analisi svolta da Silvio Vismara, Stefano Paleari e Jay R. Ritter (2012) che vedono (la Figura 11 riporta i dati analizzati dei quattro Paesi europei con le maggiori economie), secondo una analisi empirica, la Germania come Paese europeo con i maggiori fenomeni di underpricing tra gli anni 1995-2009.

Da tali dati notiamo quindi come i valori empirici siano contrastanti ed opposti rispetto a quelli ottenuti dallo studio sopra riportato per quanto concerne la Germania.

Paese	***Media dei valori di underpricing trovati***
Francia	15,9 %
Germania	32,7 %
Italia	12,2 %
Inghilterra	17,8 %

Figura 11: ***Media dei fenomeni di underpricing nei quattro principali Paesi europei.***
Fonte: elaborazione personale

2. CAPITOLO

ANALISI DI UN CASO PRATICO

2.1 INTRODUZIONE AL CASO

Ho deciso di riportare l´analisi di un caso pratico, che ho avuto la possibilità di studiare nell´azienda in cui ho svolto il tirocinio, per poter spiegare con un esempio concreto un'operazione di IPO.

Nello specifico verranno descritte le motivazioni, che hanno spinto l'azienda in questione a quotarsi, e l´analisi, attraverso il modello del DCF, che ha permesso di ottenere un valore del prezzo target. Inoltre, la struttura dell´azienda ha portato la stessa a quotarsi nel segmento del m:access, e quindi verranno delineate le difficoltà che si possono incontrare in tale segmento, in quanto, si ricordi, gli investitori prediligono il segmento regolare che offre maggiori informazioni nonché aziende molto più grandi e stabili. Per questo motivo l´azienda quotante ha dovuto studiare un'offerta molto attraente per i possibili investitori.

Successivamente si analizzerà il fenomeno dell´underpricing e per concludere verrà presentata una breve panoramica circa la performance attuale dei titoli quotati.

Figura 12: ***Struttura realizzata in uno dei parchi.***
Fonte: sito azienda

L´azienda in analisi, con sede in Germania, è costruttrice di parchi tematici in ambienti naturali e viene ritenuta leader nel suo settore, anche se ancora poco sviluppato. Si inserisce, infatti, nel

settore terziario e offre possibilità a persone di tutte le età di trascorrere momenti di piacere immersi nella natura. Anche se può essere paragonata a parchi tematici quali Disneyland Paris, lo scopo dell´azienda è soprattutto quello di rendere maggiormente consapevole la popolazione circa l´importanza dell´ambiente che la circonda. I materiali utilizzati sono per la maggior parte legno e prodotti ecologici, per non parlare dell´attenzione dedicata alla riqualificazione dell´ambiente circostante. In collaborazione con diversi Parchi Nazionali, offre ai propri clienti anche servizi di educazione ambientale, sia per bambini che per adulti, al fine di rendere più consapevole la popolazione dell´importanza dell´habitat che la circonda. Questa sua mission ha rappresentato un notevole punto di forza per l´azienda soprattutto durante le fasi di marketing prima della quotazione.

Figura 13: ***Struttura realizzata in uno dei parchi.***
Fonte: sito azienda

I luoghi in cui sorgono i parchi costruiti dall'azienda vengono prima dettagliatamente studiati, al fine di selezionare la regione più idonea per la creazione del complesso: la zona deve essere ricca di vegetazione incontaminata ma allo stesso tempo non difficilmente raggiungibile dai visitatori. I complessi, dalla stessa gestiti e costruiti, si sviluppano principalmente in Germania, ma i piani a lungo termine mirano anche ad allargarsi in territorio internazionale, e soprattutto con strutture sempre più creative che intersechino anche il mondo gastronomico e animale. L´investimento iniziale creato per la costruzione dei primi quattro parchi complessi (di cui uno sotto forma di joint venture nella Repubblica Ceca) è stato di circa 23.500.000,00€. Tali complessi solo nel 2015 hanno visto un numero di visitatori superiore al milione, mentre, un ultimo investimento, che vede un valore del CAPEX pari a 4,7 milioni di Euro, verrà ultimato a luglio 2016 e in parte è finanziato dall´Unione Europea con i fondi per lo sviluppo regionale.

La società già al momento della sua fondazione aveva assunto la forma giuridica di *Aktiengesellschaft*, ovvero di società per azioni. I titoli costituenti il capitale sociale, per un totale di 1,4 milioni di azioni, non erano mai stati quotati, ma soltanto divisi tra i soci e in parte scambiati all´interno di un mercato ristretto, con flottante libero del 31,5%. La motivazione che l'ha portata alla quotazione è stata la necessità di un finanziamento esterno che fino ad allora

era stato fornito solo dalle banche. I soci hanno ritenuto opportuno cercare nuovi capitali al fine di poter sviluppare i nuovi progetti, e per questo motivo hanno deciso di quotarsi attraverso una Offerta Pubblica di Vendita che non prevede distribuzione dei dividendi fino al 2017. Altre motivazioni secondarie rientrano nella previsione di occupare posizioni sempre più rilevanti, anche in mercati esteri, e di poter sostenere la concorrenza in crescita.

2.2 ANALISI AZIENDALE ATTRAVERSO IL DISCOUNTED CASH FLOW MODEL

Prima di iniziare l´analisi bisogna sottolineare che il fatturato è costituito per la maggior parte dai ricavi derivanti dai ticket pagati dai visitatori, nonché dalle visite guidate e dai seminari ed eventi che si svolgono periodicamente, mentre i costi maggiori riguardano il personale.

L'azienda ha deciso, di comune accordo con l'emittent advisor, di utilizzare due metodi per la valutazione generale della società: uno principale e uno secondario. Come metodo principale è stato utilizzato il DCF Model a tre stadi, e come metodo secondario il metodo dei multipli grazie all'analisi di un peer group. Il DCF Model è basato su tre stadi diversi: il *Best Case*, il *Worth Case* e il *Real Case.* Nei primi due si ipotizzano due scenari futuri diversi, uno ottimistico e uno pessimistico; partendo, poi, da questi si trova il *Real Case* che inserisce tra i primi due un futuro pianificato maggiormente realistico.

L'azienda in essere non è di grandi dimensioni, si contano solo 64 dipendenti, e non presenta fatturati particolarmente elevati. Per cui è stato deciso di accedere solamente al segmento m:access come primo passo per cercare poi di prepararsi nel lungo termine ad uno sviluppo che permetta l'accesso anche al mercato regolamentare vero e proprio. Poter vendere e scambiare le proprie azioni in un mercato come il m:access garantisce maggiore trasparenza e sicurezza rispetto al Freiverkehr ma allo stesso tempo non sono molti gli investitori che decidono di investire in titoli presenti in questo mercato in quanto meno sicuro e forte del Regulierter Markt. Maggiori sono infatti i rischi di underwriting in questo segmento in quanto risulta più difficile trovare investitori disposti a sottoscrivere le azioni proposte. In realtà questo segmento viene spesso utilizzato come primo step per poi prepararsi ad accedere al mercato regolamentare (progetto a lungo termine dell'azienda) o semplicemente per ottenere maggior capitale sotto forma di finanziamento e quindi evitare il ricorso a titoli di debito. In questo caso l'azienda in oggetto ha infatti deciso di quotarsi al fine di poter finanziare, senza ricorrere alle banche, i nuovi progetti che vuole sviluppare. L´obiettivo principale entro il 2020 è la costruzione di un parco, grazie al nuovo capitale ottenuto dalla quotazione, sulla base dell'*eden project*[22] presente in Cornovaglia.

[22] L´Eden Project è un complesso turistico nel sud dell´Inghilterra (precisamente in Cornovaglia) al cui interno è stata riprodotta una delle biosfere più grandi al mondo (più di 100.000 specie di piante da tutto il mondo). L´autore del progetto è stato l´imprenditore Tim Smit insieme con l´architetto Nicholas Grimshaw. Per maggiori informazioni: http://www.edenproject.com/

Come primo passaggio per la stima del prezzo dell'azione si è partiti dall'analisi del mercato circostante l'azienda: negli ultimi 12 anni sono state costruite in Germania 14 strutture analoghe, con un totale di 1,5 Milioni di visitatori solo nel 2015, e con un volume di affari totale di circa 9.400.000€ (prezzo medio del biglietto di entrata pari a 6,50€). In questo mercato l'azienda occupa una posizione leader, controlla, infatti, più del 50% del mercato totale presente in Germania come si può notare dalla Figura 14.

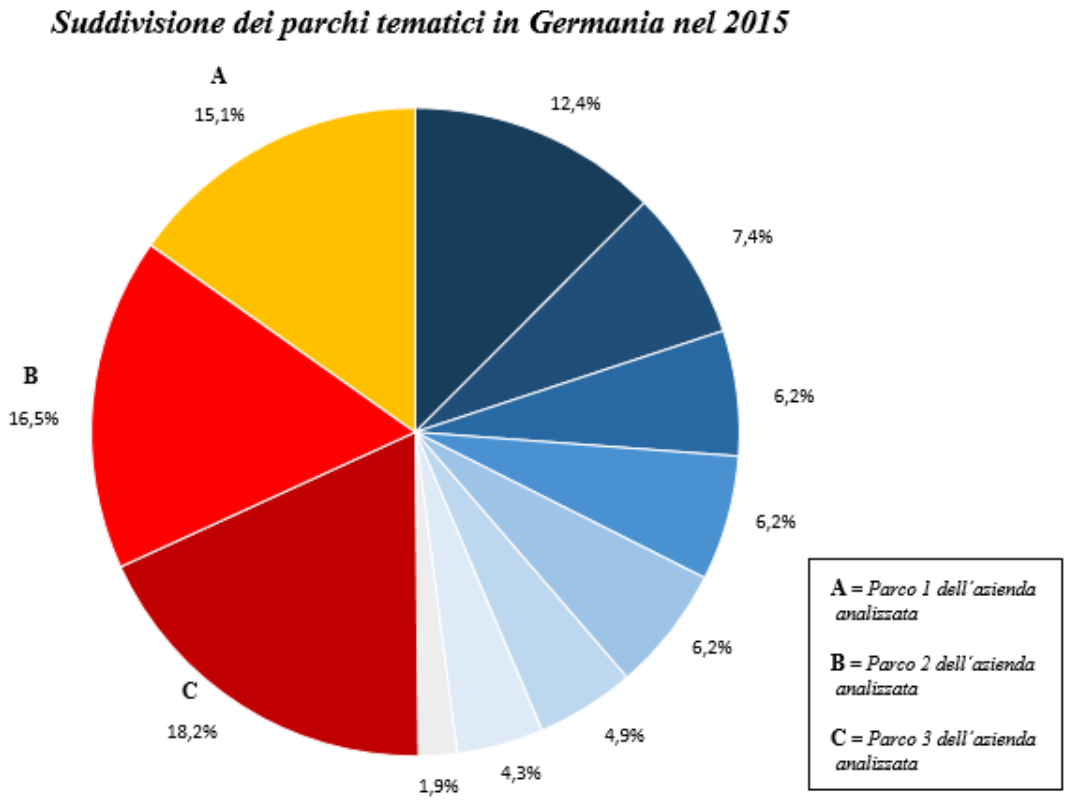

Figura 14: ***Mercato tedesco dei parchi in Germania.***
Fonte: elaborazione personale

Uno dei punti di forza che contraddistingue l'azienda è la possibilità di accogliere e coinvolgere anche persone anziane, adulti e persone diversamente abili: possibilità spesso negata in altri parchi tematici

Prima di stimare i Free Cash Flow vengono innanzitutto analizzate le diverse tipologie di rischio che l'azienda può incontrare negli anni successivi. Si ipotizzano infatti barriere, anche se limitate, all'ingresso di un mercato ancora ristretto, nonché rischio di cannibalismo[23], e forte dipendenza dal personale più esperto che possiede un forte know-how (nonostante esso sia protetto da brevetti, la perdita di tali collaboratori potrebbe portare ingenti perdite). Inoltre i

[23] Il fenomeno del cannibalismo delinea la situazione in cui un prodotto creato e venduto da un'azienda sottrae gran parte delle vendite di altri prodotti appartenenti all'azienda stessa.

rischi atmosferici non devono essere sottovalutati in quanto, solo in estate e nel primo autunno, viene segnalata una grande affluenza, mentre negli altri mesi il numero dei visitatori è sempre limitato: estati fresche e piovose porterebbero ad un calo improvviso degli incassi. Tutti questi fattori sono stati poi introdotti nella creazione del Discounted Cash Flow Model.

Dall'apertura del primo parco nel 2010 si è assistito ad una crescita del fatturato del 25,2 % e si pensa che tale trend possa continuare con una crescita del 15,2% fino al 2018. Ciò si può notare anche da Figura 15 che riporta i fatturati pianificati dal 2009: la crescita dei ricavi è stata stimata ipotizzando un aumento dei visitatori nei parchi della azienda.

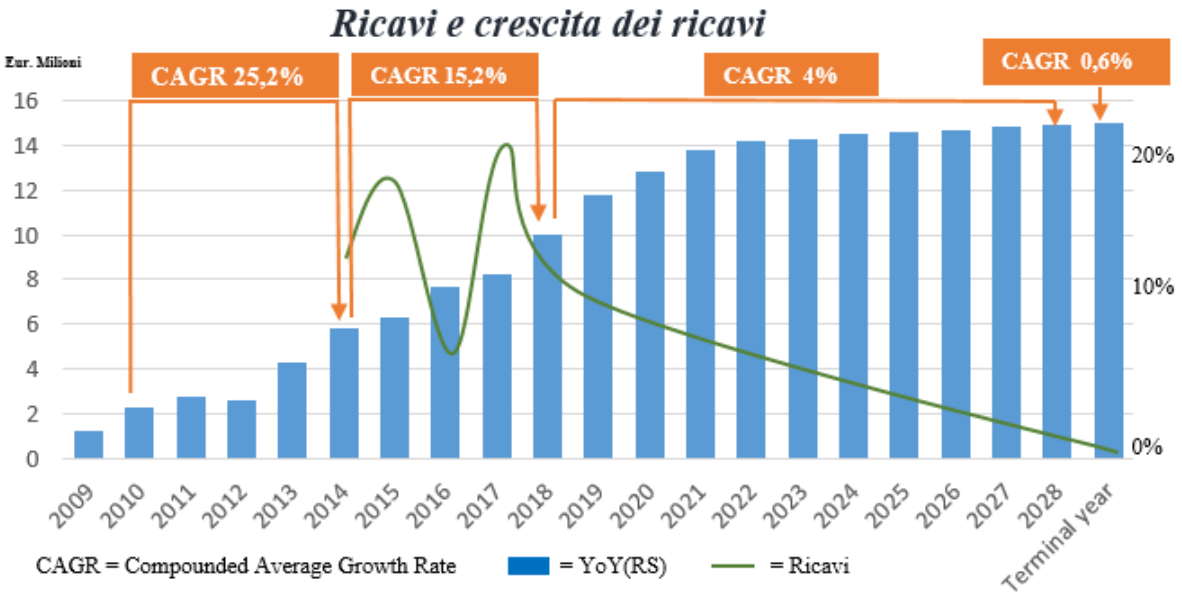

Figura 15: ***Ricavi e crescita die ricavi dall'anno 2009.***
Fonte: elaborazione personale

Come si nota dalla Figura 15 quindi la vita dell'azienda è stata divisa in 4 macro periodi:

- La *prima fase* vede l'analisi degli ultimi anni, fino al 2014, in cui vi è stata una ***crescita del fatturato del 18,8%*** e un aumento dell'utile di 5,8 Milioni.
- La *prima fase di pianificazione* in cui sono stati delineati i Cash Flow in modo dettagliato dal 2015 al 2018 con una ***crescita del volume di affari pari al 15,2%.***
- La *seconda fase di pianificazione* che dura 10 anni (2018-2028), detta anche fase di pianificazione approssimativa, con ***crescita del 4%.***
- L'*ultima fase* prevede invece il calcolo del Terminal Value per il quale è stato deciso di utilizzare, senza così incorrere in rischi operativi, un ***tasso di crescita pari allo 0,6%,*** ovvero pari al tasso di un bond tedesco decennale, praticamente privo di rischio.

Le ipotesi principali effettuate per generare i futuri Free Cash Flow fino al 2018 sono:

- Un *aumento dei ricavi* derivanti dai ticket di ingresso del 18,8% fino al 2014 e successivamente del 17,3% fino al 2018
- I *costi per il personale* costituiscono fino al 2014 il 40,3% dei ricavi e per i restanti 4 anni il 40%.
- I *costi per il materiale* costituiti esclusivamente da beni gastronomici e souvenir rappresentano il 10,7% per l'intero periodo
- I *valori dell'EBITDA-Margin* cresceranno dal 20,2% nel 2015, al 23,7% nel 2018

Nella pagina successiva, in Figura 16, sono analizzabili nello specifico i risultati ottenuti tramite il Discounted Cash Flow Model.

Modello DCF

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TV
Fatturato	**Eur. Milioni**	**6,80**	**7,60**	**8,40**	**10,30**	**11,90**	**13,20**	**14,10**	**14,60**	**15,00**	**15,10**	**15,20**	**15,30**	**15,40**	**15,60**	**15,70**
Year over year	%	18,10%	11,40%	10,70%	22,50%	15,90%	10,60%	6,60%	3,90%	2,20%	1,30%	0,90%	0,70%	0,60%	0,60%	0,60%
EBIT	**Eur. Milioni**	**0,40**	**0,60**	**0,70**	**1,10**	**1,40**	**1,70**	**1,90**	**2,20**	**2,40**	**2,60**	**2,80**	**3,00**	**3,10**	**3,30**	**2,40**
Margine EBIT	%	6,20%	8%	8,03%	10,60%	11,70%	12,70%	13,80%	14,90%	16%	17%	18,10%	19,20%	20,20%	21,30%	15%
Proventi da investimenti	Eur. Milioni	0,10	0,10	0,50	1,00	1,20	1,50	1,70	1,90	2,10	2,20	2,40	2,60	2,70	2,90	2,00
Margine EBIT inclusi investimenti	%	7,60%	9,70%	13,80%	19,80%	21,80%	23,80%	25,80%	27,80%	29,80%	31,80%	33,80%	35,80%	37,80%	39,80%	28%
Tasse	Eur. Milioni	-0,10	-0,10	-0,10	-0,30	-0,40	-0,50	-0,60	-0,70	-0,80	-0,80	-0,90	-0,90	-1,00	-1,10	-0,70
Aliquota fiscale	%	21,20%	23,40%	15,60%	14,90%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Rettifica EBIT (1-τ)	**Eur. Milioni**	**0,50**	**0,60**	**1,00**	**1,80**	**2,20**	**2,60**	**3,00**	**3,40**	**3,70**	**4,00**	**4,30**	**4,60**	**4,90**	**5,20**	**3,60**
Reinvestimento	Eur. Milioni	-0,50	-6,60	-3,90	-3,60	-0,60	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,80	-0,80	-0,40
FCFF (Free cash flow for the firm)	**Eur. Milioni**	**-0,10**	**-6,00**	**-2,90**	**-1,80**	**1,50**	**2,00**	**2,40**	**2,70**	**3,00**	**3,30**	**3,60**	**3,80**	**4,10**	**4,40**	**3,30**

Fase pianificata in modo dettagliato

Fase pianificata in modo approssimatio

Figura 16: *Discounted Cash Flow Model.*
Fonte: elaborazione personale

Nella stima dei Cash Flow riportata in Figura 16 si nota come nella fase pianificata in maniera dettagliata i risultati siano negativi a causa dei grandi investimenti che sono in programma. La seconda fase invece non prevede nuovi investimenti bensì un aumento del valore di Cash Flow fino ad arrivare al Terminal Value dove il valore torna a calare a seguito degli investimenti di conservazione.

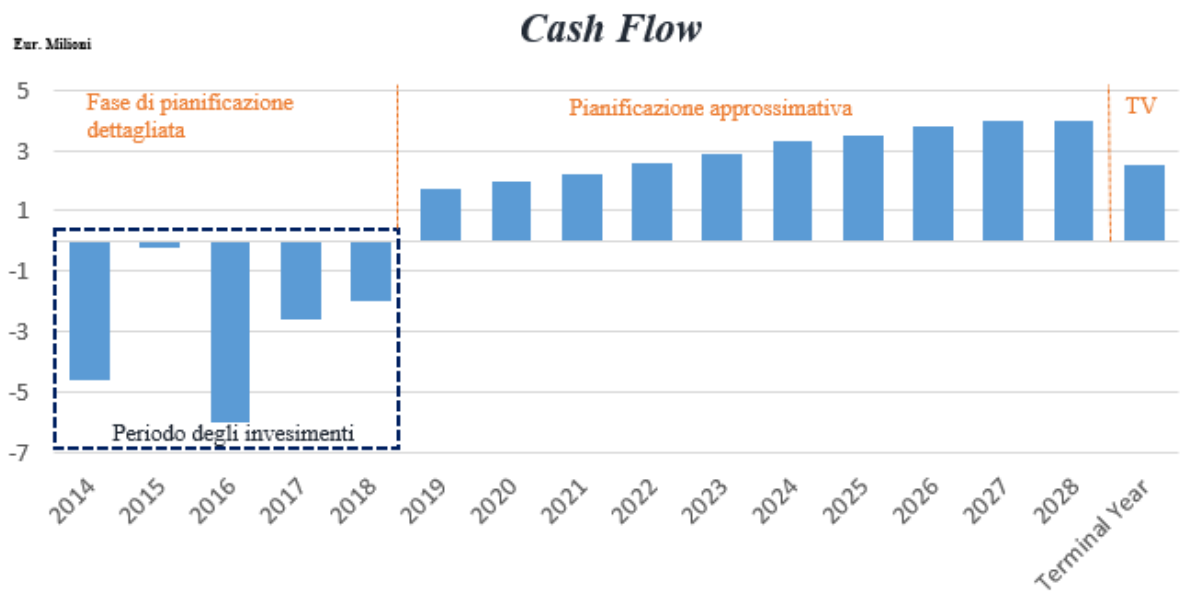

Figura 17*: Cash Flow ottenuti*
Fonte: elaborazione personale

Successivamente è stato calcolato il tasso di sconto da adottare: è stato deciso di utilizzare ***l'approccio del WACC***. Non essendo ancora quotata come società, è stato deciso di calcolare il fattore β, utilizzando quello calcolato per il peer group. Nel calcolo del β non sono stati inseriti rischi finanziari, o legati alla possibilità di avere una ferrea concorrenza, in quanto, come detto precedentemente, la posizione all'interno del mercato è una posizione leader e non si pensa vi possano essere rischi troppo elevati da venire considerati. Il valore del β, uguale a 1,20, delinea quindi un rischio maggiore a quello del portafoglio di mercato. Per quanto concerne il calcolo del costo del debito ci si è basati su un possibile Rating BBB, con un grado di insolvenza pari all'1%, e si è definita un'aliquota fiscale fissa a partire dall'anno 2019, pari al 17,0%. Come esempio viene riportato, in Figura 18, nello specifico il calcolo del valore del WACC per l'anno 2018 che è pari a 6,8% e che è stato utilizzato per attualizzare i Cash Flow del 2018.

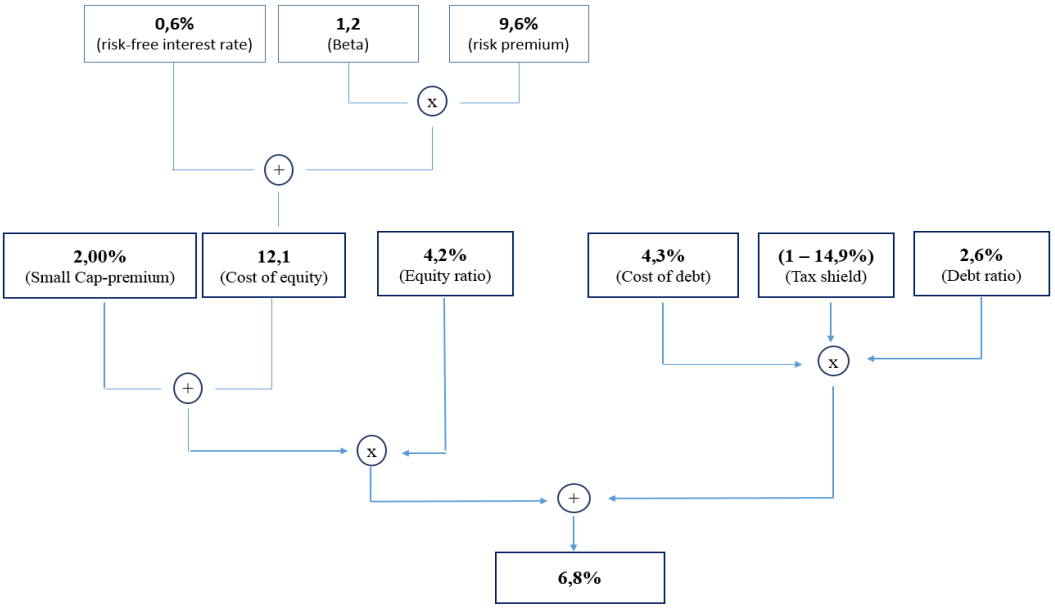

Figura 18*: Calcolo WACC 2018*
Fonte: elaborazione personale

Per il calcolo del costo del capitale, così come per il costo del debito, ci si è avvalsi del modello del CAPM partendo da β *pari a 1,2*, da un rendimento per un titolo quasi privo di rischio pari a 0,6% (valore ottenuto dai rendimenti dei Bond tedeschi decennali), da un atteso premio per il rischio (ottenuto dai valori di mercato) pari a 9,6%, da un premio per il rischio per capitale di prestito pari a 3,7%, da un'aliquota fiscale pari a 14,9%. Successivamente si è definito il valore dell'equity, rappresentante il 30% del capitale totale, pari a 4,2%, mentre il valore del debito (70% del capitale totale) a valore di mercato pari a 2,6%. Inoltre al costo dell'equity pari al 12,1% è stato aggiunto un 2% pari al premio per lo small capitalization (costituiti da un 1% di premio per il management e un 1% di premio per la liquidità delle azioni).

Per quanto concerne invece la attualizzazione del Terminal Value, si è deciso di utilizzare un WACC pari al 5,6%, calcolato modificando solamente il valore del premio per il rischio (da 9,6% a 5%). Di seguito, nella Figura 19, sono riportati i tassi WACC per i diversi periodi e i rispettivi valori attualizzati.

Attualizzazione Free Cash Flow

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TV
FCFF (Free cash flow for the firm)	**Eur. Milioni**	**-0,10**	**-6,00**	**-2,90**	**-1,80**	**1,50**	**2,00**	**2,40**	**2,70**	**3,00**	**3,30**	**3,60**	**3,80**	**4,10**	**4,40**	**3,30**
Wacc	%	6,60%	6,50%	6,80%	6,80%	6,70%	6,60%	6,50%	6,40%	6,30%	6,10%	6%	5,90%	5,80%	5,70%	5,60%
Tasso di sconto	%	100%	93,90%	87,90%	82,30%	77,10%	72,40%	68%	63,90%	60,20%	56,70%	53,40%	50,50%	47,70%	45,10%	
Valor attuale dei FCFF	**Eur. Milioni**	**-0,10**	**-6,40**	**-3,30**	**-2,20**	**1,20**	**1,40**	**1,60**	**1,70**	**1,80**	**1,90**	**1,90**	**1,90**	**2,00**	**2,00**	

Figura 19*: Attualizzazione Free Cash Flow*
Fonte: elaborazione personale

Successivamente i Cash Flow sopra delineati sono stati attualizzati, ed è stato ottenuto un Enterprise Value pari a 25,9 Milioni poi sottratto di 5,7 Milioni per i costi netti di indebitamento verificatosi alla fine dell'anno 2014. **Il valore attuale del capitale proprio derivante dal Real Case è quindi di 21,2 Milioni**, mentre il Worth Case e il Best Case hanno generato un valore attuale pari rispettivamente a 14.000.000,00€ e 27.000.000,00€. Come si può notare dalla Figura 20 il Terminal Value occupa il 79,3% del valore totale finale, percentuale corretta e attesa, in quanto, come detto nei capitoli precedenti, il Terminal Value occupa sempre la percentuale maggiore.

Tabella riassuntiva valore attuale

Valore attuale dei FCFF fase di pianificazione dettagliata	Eur. Milioni	-12,00
In % dell'enterprise value	%	-46,30%
Valore attuale dei FCFF fase di pianificazione approssimativa	Eur. Milioni	17,40
In % dell'enterprise value	%	67,00%
Valore attuale del Terminal Value	Eur. Milioni	20,60
In % dell'enterprise value	%	79,30%
Enterprise value	**Eur. Milioni**	**25,90**
Passività finanziarie	Eur. Milioni	-5,70
Cassa	Eur. Milioni	1,00
Valore del capitale proprio	**Eur. Milioni**	**21,20**
Numero azioni	Milioni	1,60
Valore capitale proprio per ogni azione	**Eur. Milioni**	**13,50**

Figura 20*: Tabella riassuntiva del valore attuale ottenuto*
Fonte: elaborazione personale

Successivamente, come verifica, è stato utilizzato il metodo dei multipli. Dopo aver sfruttato i dati di 7 aziende, creando così un peer group idoneo visibile in Figura 21. I multipli utilizzati sono stati il *EV/EBITDA-Multiple* e il *EV/turn over* calcolati per l'anno 2017 e visibili in Figura 21 e i risultati ottenuti per questi due rapporti, per l'azienda in questione, sono stati 22.000.000€

e 20.600.000€. Si conferma così il valore attuale del capitale proprio derivante dal Real Case. Da ciò si può dedurre che il metodo dei multipli abbia confermato il modello principale usato.

Analisi dati peer group

		Quotazione	Numero di azioni (milioni)	Capitalizzazione di mercato (milioni)	Equity Value/ Turn over		Equity Value/EBITDA	
					2016	2017	2016	2017
Euro Disney	EUR	1,44	784,70	894,50	3,10	3,00	34,20	32,10
Tivoli	DKK	3849,00	0,60	294,90	2,70	2,60	15,10	15,10
Compagnie Desalpes	EUR	17,04	24,30	413,60	1,70	1,70	6,50	6,30
Merlin Entertainments	GBP	433.70	10,10	5163,30	4,20	4,00	13,30	13,00
Six Flags Entertainment	USD	52,80	94,80	4468,20	5,00	4,70	13,60	13,10
SeaWorld Entertainment	USD	17,84	100,00	1660,70	2,50	2,40	8,70	8,20
Cedar Fair	USD	53,65	56,10	2687,3	3,60	3,60	10,20	9,80

Figura 21*: Tabella riassuntiva peer group*
Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei Free Cash Flow e dalla loro attualizzazione si è ottenuto un valore del capitale pari a 21,2 Milioni che diviso il numero delle azioni preesistenti e quelle nuove da emettere (totale 1,6 milioni) ha generato il prezzo target per la singola azione; vale a dire *un valore attuale netto della singola azione pari a* ***13,50€.*** Questo risultato è stato generato partendo dal Real Case, mentre il *Worth Case* e il *Best Case* hanno generato un valore per ogni azione pari rispettivamente a *10,60€* e a *16,40€*. Si può quindi notare come il valore finale del Real Case sia la media tra il Worth e il Best Case; questo perché sono stati ipotizzati 3 scenari diversi ma con caratteristiche molto simili tra loro: rischi e costi sono restati i medesimi, unica variazione è stata riportata dal numero di biglietti venduti che quindi ha portato a nette differenze nei diversi scenari. Nel Best Case sono stati semplicemente ipotizzati il doppio numero di visitatori rispetto al Worth Case.

2.3 IL PRICING DELL´AZIONE

A seguito della valutazione sono stati coinvolti anche i possibili investitori, e si è notato come il prezzo delle azioni ipotizzato dall'azienda, fosse di gran lunga superiore rispetto a quello atteso dagli stessi investitori. Per questo motivo il prezzo finale è stato rivisto e rivalutato più volte. Il problema di base è dovuto principalmente al fatto che l'azienda è inserita in un mercato molto ristretto, e quindi è difficile trovare un alto numero di investitori disposti ad impegnarsi in un tale ambito. Altro problema che si presentava era l'accesso al m:access e non al Regulierter Markt per cui i pochi investitori propensi a questo mercato prediligevano le aziende già quotate da tempo e in un mercato ritenuto più sicuro e stabile. Per questo motivo l'azienda ha deciso di abbassare appositamente il prezzo della prima quotazione al fine di non incorrere in rischi di underwriting e per cercare quindi di soddisfare il maggior numero possibile di investitori presente. *Il prezzo finale scelto è stato di* ***7,50€*** *per ogni azione*, molto più basso rispetto al prezzo target di 13,50€.

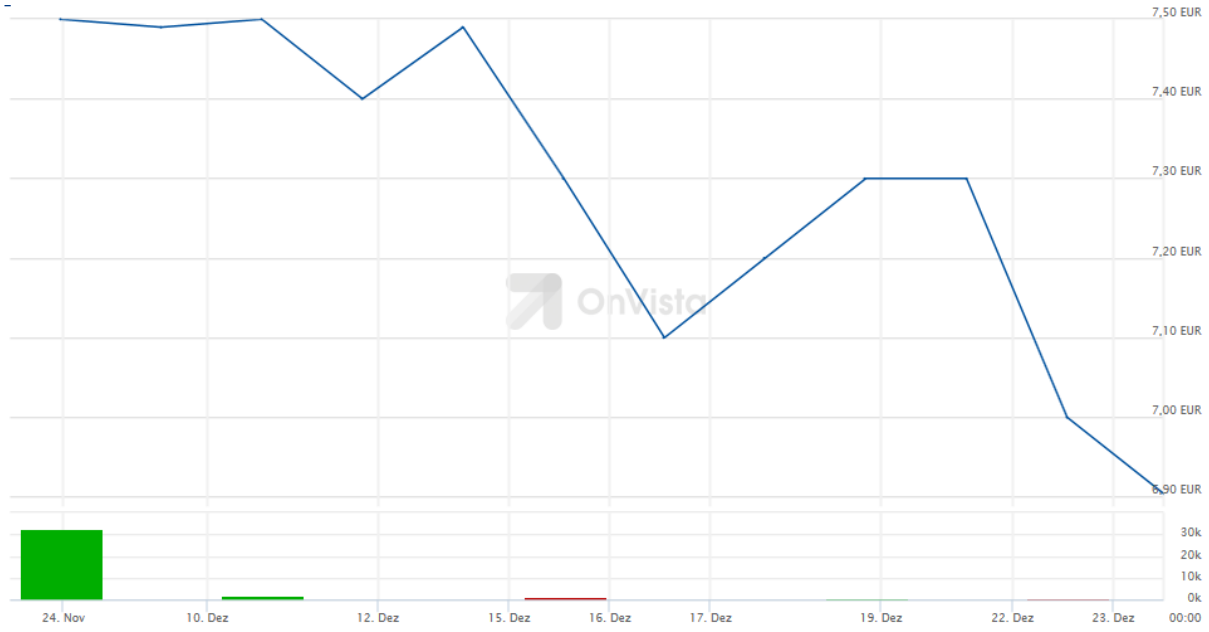

Figura 22: ***Quotazione del primo mese.***
Fonte: http://www.onvista.de/

La Figura 22 riporta il grafico che delinea la quotazione delle azioni nel primo mese, al fine di capire se vi possa essere stato il fenomeno di underpricing, fenomeno che precedentemente è stato definito molto frequente in questo segmento. Obiettivo di questo paragrafo è studiare se si è presentato il fenomeno dell'underpricing: fenomeno che come si è dedotto dal capitolo precedente non sembra essere legato alla dimensione culturale in Germania, ma che studi empirici la posizionano al primo posto per numero di fenomeni di underpricing. Il grafico mostra chiaramente come nel primo mese il prezzo delle azioni sia quasi sempre calato, non perdendo mai un valore maggiore ad 1€. Si potrebbe quindi dedurre facilmente che tale

fenomeno non si è presentato in questo caso. In realtà si tratta di una situazione un po' particolare: l´azienda, insieme al Coordinator, ha cercato, oltre che abbassare il prezzo di quotazione rispetto a quello previsto, di evitare fortemente il fenomeno dell´underpricing. Il Coordinator ha agito in modo tale da favorire una discesa più o meno costante del prezzo del titolo, al fine di incentivare tutti gli investitori possibili ad acquistare queste azioni, che inizialmente avevano visto l´approccio di pochi possibili acquirenti. Non si può quindi affermare che l´underpricing abbia coinvolto questo titolo, anche se non possiamo essere certi che senza l´intervento del Coordinator non si sarebbe presentato.

2.4 LA PERFORMANCE ATTUALE

Come affermato precedentemente l´emission advisor deve affiancare la società emittente per almeno 12 mesi dalla prima quotazione per accompagnarla in un campo nuovo come quello borsistico e garantire che vengano rispettati tutti i requisiti a lungo termine. Per questo motivo l'azienda in cui ho svolto lo stage ha affiancato, e sta affiancando tutt´ora, la società in questione e con essa valuta i risultati ottenuti a seguito dell´ascesa in Borsa. Il mandante, a soli pochi mesi dalla prima emissione, si ritiene pienamente soddisfatto del percorso intrapreso, infatti il prezzo target derivante dal DCF Model resta invariato.

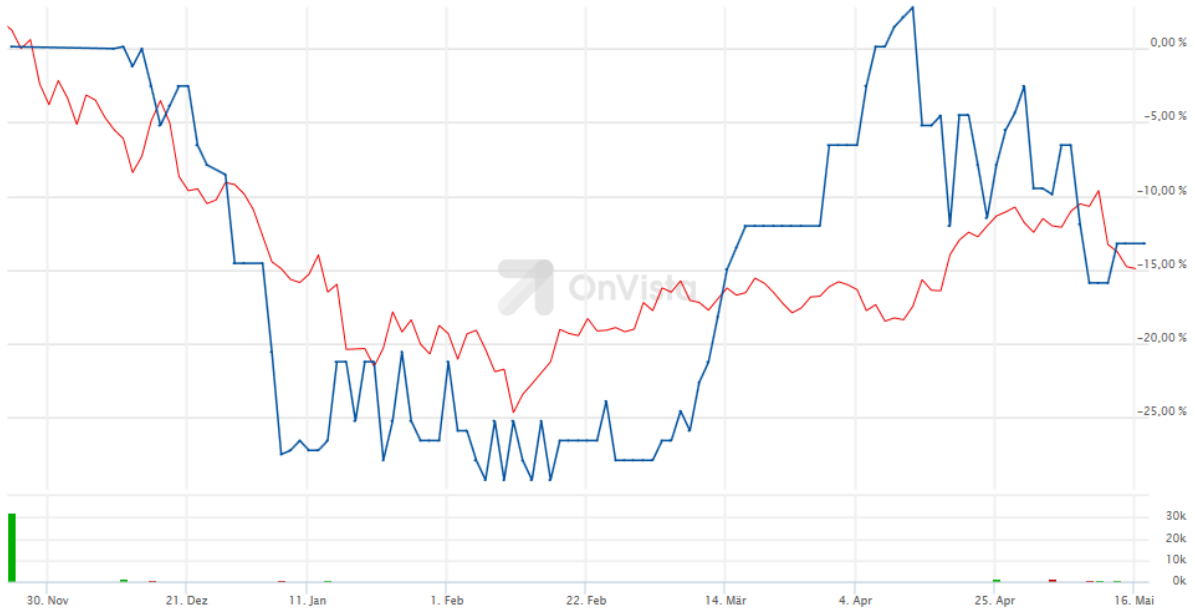

Figura 23: ***Andamento della quotazione totale.***
Fonte: http://www.onvista.de/

Allo stesso modo, analizzando il valore di quotazione in Figura 23, possiamo notare come esso sia calato fortemente nei mesi invernali, per poi vedere una risalita nell´ultimo periodo (linea blu della Figura 23); confrontandolo inoltre, con una azienda appartenente al peer group (linea rossa della Figura 23) si noti come i trend seguiti dalle due società siano i medesimi, e che, anzi, per la società in questione, vi sia un netto sorpasso del trend dell´azienda analoga. Inoltre, anche esaminando i dati commerciali, presenti in Figura 24, si nota un discreto miglioramento della situazione aziendale: aumento del numero dei visitatori del 40% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (dal 01.01 al 31.03) e valori contabili sempre più rassicuranti e fiduciosi in una crescita prospera della azienda (si notino i valori sempre del primo trimestre del 2015 e del 2016 sotto riportati). Nel frattempo si attende l'apertura del nuovo parco tematico per l'estate 2016 e quindi si protende verso una crescita sempre maggiore.

Dati finanziari

In migliaia di euro	Q1/2016 (01.01.-31.03.)	Q1/2015 (01.01.-31.03.)	2015 (01.01.-31.12.)	2014 (01.01.-31.12.)
Ricavi	660	481	6.967	5.775
EBIT	-638	-874	586	414
EBITDA	-342	-576	1.774	1370
EAT (Earning after taxes)	-662	-916	319	202
Quote di capitale proprio	48%	35%	52%	41%
EPS (Earning per shares)	-0,42	-0,67	0,20	0,15

Figura 24: C*onfronto tra i dati 2015 e quelli 2016.*
Fonte: elaborazione personale

CONCLUSIONE

Lo scopo di questo elaborato era quello di portare il lettore ad una maggiore e più dettagliata conoscenza dell´uso del Discounted Cash Flow Model con particolare attenzione, non tanto ai problemi teorici che si possono presentare, quanto alle criticità in cui le imprese stesse possono incorrere quotidianamente: ci si è focalizzati sul modello valutativo, oggi ritenuto tra i più proficui. Allo stesso tempo questo modello presenta tre approcci, rispettivamente il WACC Approach, l'Adjusted Present Value Approach e il Equity Approach, e anche se nella teoria si consiglia di usarli contemporaneamente, nella realtà si predilige quasi esclusivamente quello che fa uso del WACC. Il motivo principale che predilige il tasso WACC è la possibilità di prevedere variazioni nel rapporto tra equity e debito. Allo stesso tempo il WACC Approach introduce il problema della circolarità portando così maggiori difficoltà nel calcolo del costo dell'equity. L'Adjusted Present Value invece rimarca il problema di dover valutare, come primo step, un'azienda apparentemente non indebitata dovendo, quindi, partire solo da basi e ipotesi teoriche. In ultimo l'Equity Approach, che inserisce anche gli aspetti del debito nei Cash Flow finali, non permette di dividere facilmente i valori derivanti da equity e quelli derivanti dalla porzione finanziaria.

Molto importante, inoltre, è anche la conoscenza effettiva del mercato borsistico in cui ci si vuole quotare: non basta, infatti, solo conoscerne i requisiti teorici, bisogna conoscere anche gli impulsi e le motivazioni che spingono gli investitori a prediligere un mercato piuttosto che un altro. Il m:access predilige le piccole-medie imprese, ma allo stesso tempo gli investitori si sentono più sicuri a ricorrere al Regulierter Markt dove i requisiti e le informazioni disponibili sono maggiori. Per cui, condizione fondamentale, prima dell´accesso in Borsa, è conoscere in maniera approfondita la situazione in esso presente. Si ricordi infatti che il mercato idoneo alle piccole imprese, presente a Monaco fino al 2002, è stato chiuso a causa della cattiva fama che si era creata all´interno di esso, nonostante i requisiti minimi di informazione fossero stati già incrementati. Esempio delle difficoltà e criticità che avvolgono questo mercato sono state illustrate anche nel caso pratico sopra esposto. Il m:access, nella maggior parte delle volte, conduce le aziende a quotare le azioni a valori molto inferiori rispetto il prezzo target, al fine di cercare di coinvolgere il maggior numero di investitori possibili. Questi ultimi prediligono il mercato "ufficiale" in cui sono quotate aziende spesso quotate da periodi più lunghi e offre la possibilità di consultare informazioni che nel m:access non hanno obbligo di pubblicità. All'interno di questo segmento numerosi sono stati e sono tutt'ora i fenomeni di underpricing,

fenomeno che vede un repentino aumento del prezzo nei primi giorni di quotazione dello stesso. In questo elaborato è stato deciso di soffermarsi su studi che vedono una relazione tra il fenomeno di underpricing e le dimensioni culturali di una società. In particolare si è fatto riferimento alla figura di Hofstede che durante i suoi studi ha delineato i valori per le sei dimensioni culturali nei diversi Paesi. A seguito dell'analisi di una regressione, che ha studiato queste possibili relazioni, è emerso che le dimensioni culturali influenzano, anche se solo in modo limitato il fenomeno di underpricing. Lo studio che è stato presentato rivela, secondo la mia analisi, alcune criticità, prima fra tutte il fatto che il modello creato è idoneo a spiegare solo il 39% dei casi analizzati, valore molto basso che sottolinea probabile inapplicabilità del modello ai diversi casi analizzati.

In conclusione è stato proposto un caso pratico al fine di presentare gli aspetti teorici inizialmente descritti, ed appresi con la lettura, applicati ad una azienda reale. Solo la realtà fa veramente comprendere la complessità delle operazioni che si celano dietro l´accesso in Borsa: anche solo la valutazione aziendale richiede diversi mesi di lavoro e non pochi sono i problemi in cui si può incorrere o gli errori valutativi che possono essere commessi. In particolare, riguardo il caso sopra riportato, si vogliono sottolineare due aspetti. Prima di tutto la dovizia e precisione con cui sono stati calcolati i tassi di crescita per i periodi pianificati; mentre un secondo aspetto degno di nota riguarda le approssimazioni, a mio avviso, decisamente grossolane per quanto concerne il numero di ticket vendibili nella creazione dei tre scenari (Worth Case, Base Case e Best Case). Altra criticità che è stata messa in luce è la ampia differenza tra il prezzo target ottenuto dal Discounted Cash Flow Model e il prezzo con cui le azioni sono state quotate per la prima volta alla Borsa di Monaco, all'interno del m:access.

14.672 Parole

3. RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

3.1 LIBRI

AMRAN, M., 2002. *Mapping Corporate Growth Opportunities*. Boston: Harvead Business School Press

BALDUCCI, D., 2006. *La valutazione dell´azienda: metodi tradizionali: patrimoniale, reddituale, finanziario, misto…*2 ed. Milano: Fag Srl

BERK, J., DE MARZO, P., 2015. *Finanza aziendale 1*. 3ed. Milano: Pearson

BERNÈ, F., 2005. *Logica del valore e processo di pricing*. Milano: Giuffré Editore

BOEHMER, E., 2004. *On the decision to go public: evidence from privately held firms*. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank

BORSA ITALIANA, *2014. Guida alla valutazione*

BURGHOF, H.P, HUNGER, A., 2005. *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporraz Success and Ultimate Failure of Germany´s Neuer Markt.* München: Ludwig-Maximilians Universität München

CETRA, A., et. al., 2014. *Diritto Commerciale*. Torino: G. Giappichelli Editore

DEUTSCHE BÖRSE, 2013. *Regelwerk für das Marktsegment m:access an der Börse München*

DEUTSCHE BÖRSE, 2016. *Börsenordnung für die Börse München*

ERDORF, S., 2012. *Corporate diversification and dependence: valuation of multi-business firms and default swaps*. Lohmar: Evl

GHADRI, F.P., 2012. *IPOs and Venture Backed IPOs, a theorical and pratical Code of Practice plus implication*. Baden-Baden: Nomos Verlangsgesellschaft

GÖTZE, U., NORTHCOTT, D., e SCHUSTER, P., 2008. *Investment Appraisal, Methods and Models*. Heidelberg: Springer Verlag Berlin

HILIER, D., et. al., 2010. *Corporate Finance*. McGraw-Hill

KRUSCHWITZ, L., 2006. *Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms*. Chichester: Wiley

LARRABEE, D.T., e VOSS, J.A., 2012, *Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*. Somerset: Wiley

MONTEFUSCO, L.B., 2009 *Metodi iterativi per la risoluzione dei sistemi lineari*. Slides del corso di "Matematica computazionale". Dipartimento di Matematica, Università di Bologna (http://www.dm.unibo.it/~montelau/html/Lezione10-11_MC.pdf)

NEWBOLD, P., KARLSON, W.L., e THORNE, B., 2007. Statistica. Milano: Pearson

PREXL, S., et. al., 2010. *Financial Modeling*. Stuttgart: Scäffer-Poeschel Verlag

PROF. DR.DR. ERNST, D., e PROF. DR.DR. HÄCKER, J., 2011. *Applied International Corporate Finance*. 2 ed. München: Verlag Franz Vahlen

SCHANZ, K.M., 2007. *Börseneinfϋhurng*. Mϋnchen: Verlag C.H. Beck oHG

VAN DER GOOT, T.; 2003. *Special Issue on European IPOs*. Oxford: Blanckwell

VERNIMMEN, P., e QUIRY, P., 2009. *Corporate finance: theory and practice*. Chichester: Wiley

3.2 ARTICOLI DI GIORNALE

BAHADIR, S.C., DEKINDER, J.S., e KOHLI, A.K., 2015. *Marketing an IPO issuer in early stages of the IPO process*. Journal of the Academy of Marketing Science, 43, 14-31

BELL,R.G., MOORE, C.B., e FILATOTCHEV, I., 2012. *Strategic and institutional effects on foreign IPO performance: Examining the impact of country of origin, corporate governance, and host country effects*. Journal of Business Venturing, 27, 197-216

CHANG, C.H., 2011. *IPO underpricing: A social comparison perspective*. International Review of Economics and Finance, 20, 367-375

COSTA, B.A., CRAWFORD, A., e JAKOB, K., 2013. *Does culture influence IPO underpricing?*. Journal of Multinational Financial Management, 23, 113-123

CUNINGHAME-GREEN, R.A., 1965. *Discounted Cash Flow*. Operational Research, 16, 251-253

DEMERS, E., JOOS, P., 2007. *IPO Failure Risk*. Journal of Accounting Research, 45, 333-371

FRENCH, N., GABRIELLI, L., 2005. *Discounted cash flow. Accounting for uncertainty*. Journal of Property Investment & Finance, 23, 75-89

JANISZEWSKI, S., 2011. *How to perform discounted cash flow valuation?*. Foundations of Management, 3 (1)

JENNERGREN, L.P., 2008. *Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model*. European Journal of Operational Research, 185, 1548-1563

NEUPANE, S., POSHAKWALE, S.S., 2012. *Transparency in IPO mechanism: Retail investors´ participation, IPO pricing and returns*. Journal of Banking & Finance, 36, 2064-2076

PONS-SANZ, V., 2005. *Who benefits from IPO underpricing? Evidence from Hybrid Bookbuilding Offering*. European Central Bank Work paper, 428

VISMARA, S., PALEARI, S., e RITTER, J.R., 2012. *Europe´s Second Markets for Small Companies*. European Financial Management, 18(3), 352-388

3.3 SITOGRAFIA

https://www.boerse-muenchen.de

http://www.borsaitaliana.it

http://www.edenproject.com/

http://www.finanzen.net/

http://www.geerthofstede.nl/

https://www.geert-hofstede.com/

http://www.onvista.de/

http://www.treccani.it/enciclopedia/

https://site.warrington.ufl.edu/ritter/