# SARÀ L'ANNO RECORD PER QUOTARSI IN BORSA?



Ci sono almeno tre fattori che lasciano pensare che il 2020 potrebbe essere l'anno record per le nuove quotazioni in borsa, quantomeno al segmento riservato alle piccole e medie imprese: 1) la fame di risorse che dovrebbe derivare dalla presumibile ondata di fusioni e acquisizioni che si prospetta tra le piccole e medie imprese, 2) la poca propensione delle banche a finanziarle, 3) la nuova normativa che riguarda i P.I.R. che si stima dovrebbe apportare al mercato finanziario, nel solo anno in corso, risparmio fresco per almeno 3 miliardi di euro (e che per almeno il 7-8% dovrebbe affluire alle matricole di borsa).

### LO SCENARIO POTREBBE RESTARE MOLTO FAVOREVOLE

È buona norma che, quando le borse sono ai massimi storici, molte nuove imprese si candidano alla quotazione e da questo punto di vista il 2020 è partito nel migliore dei modi. Se i mercati dunque non faranno scherzi nel prosieguo dell'anno è possibile che ne vedremo delle belle (molti analisti sono concordi nell'indicare uno scarso impatto delle numerose cattive notizie di inizio anno sulle quotazioni dei listini, virus compreso). Qui sotto il grafico dell'andamento della Borsa Italiana nell'ultimo anno:

×

Ma non c'è soltanto questo aspetto ad alimentare l'attesa di molte nuove candidature. C'è anche l'endemico nanismo delle imprese italiane: piccole e familiari nella maggior parte dei casi, fanno più fatica di altre a competere su mercati sempre più globalizzati e spesso non hanno altra scelta che aggregarsi tra loro o essere acquisite, perché oramai è chiaro a tutti che la dimensione aziendale costituisce un fattore indispensabile per effettuare adeguati investimenti. E senza qualcuno che fornisce quattrini è difficile realizzare investimenti e/o aggregazioni per le imprese di piccola taglia.

### IL MERCATO DEI CAPITALI UNICA ALTERNATIVA AL CREDITO BANCARIO

In passato era il sistema bancario che erogava credito a manetta ma negli ultimi anni una serie di normative che riguardano la classificazione dei rischi assunti dalle banche e la relativa capitalizzazione necessaria hanno progressivamente ridotto il credito erogato alle imprese, soprattutto quelle di minori dimensioni, che più di altre avrebbero bisogno di risorse per aggregazioni e investimenti. Di qui la maggiore attenzione che oggi trova tra gli imprenditori il mercato dei capitali (private equity, minibond, o borsa), visto spesso come l'unica alternativa al credito bancario a disposizione delle imprese che vogliono crescere.

In questo panorama (che peraltro va avanti da almeno un triennio) si inserisce la terza edizione della normativa sui Piani Individuali di Risparmio (PIR), che torna a favorire l'investimento del risparmio privato nel capitale delle imprese italiane.

### I PIR DI TERZA GENERAZIONE FAVORIRANNO LE MATRICOLE

Quest'anno come sopra anticipato ci si aspetta che sui PIR affluiscano nuove risorse per almeno 3 miliardi di euro e la normativa dei PIR di terza generazione prevede che una soglia minima del 17,50% del valore complessivo degli investimenti venga in direzione di imprese quotate di piccola e media capitalizzazione, tra le quali le 164 quotate esclusivamente all'MTA (cioè non anche al segmento STAR che riguarda le maggiori) e/o quelle minori (le attuali 132 quotate all'A.I.M. (Alternative Investment Market, in sigla:AIM) tra le quali sono esigibili per i PIR 126 di esse). Ma in realtà molti osservatori si aspettano che invece del 17,5% al segmento delle piccole piccolissime e medie vada una ben maggior parte del totale degli investimenti.

Alla Borsa italiana sono inoltre quotate 87 azioni di emittenti non italiani (al segmento Global Equity Market) e 11 fondi di investimento, ma i PIR privilegerebbero i titoli minori e sicuramente si rivolgono a quelli italiani.

Se tali attese sono realistiche ci sarebbero dunque nel 2020 tutte le condizioni per un forte afflusso di capitali anche al mercato AIM e questo potrebbe alimentare un "boom" delle Initial Public Offerings (IPO). Molta domanda e molta offerta di capitali potrebbe cioè tradursi in un numero record di quotazioni superiore perciò a quello già elevatissimo del 2019 (pari a 35 in totale di cui 31 all'AIM).

# CHI È GIÀ QUOTATO IN BORSA...

Al momento all'AIM ci sono 132 titoli quotati, al netto di quelli sospesi, cancellati e passati all'M.T.A. (Mercato Telematico Azionario: il listino principale) dove invece se ne contano 242 di cui 78 sono nel segmento superiore (lo STAR). Se quest'anno perciò

arrivassero circa 40 nuovi titoli di società quotate (questa al momento è la stima, dal momento che si stima una crescita delle IPO del 30% per l'anno in corso) il listino AIM supererebbe in numero le 170 società quotate, sorpassando dunque quello delle aziende quotate all'MTA che non sono anche allo STAR (242-78=164) e diverrebbe ovviamente molto più liquido e significativo nel network europeo che raccoglie gli altri AIM nazionali di cui il nostro è parte.

Il segmento AIM della Borsa Italiana è partito nel 2009 e ha visto da allora il debutto di 180 società per una raccolta totale di quasi 4 miliardi di euro (delle quali 14 si sono trasferite al listino MTA). Delle 180 società che si sono quotate nei dieci anni di vita dell'AIM 24 di queste erano delle SPAC (special purpose acquisition companies) e 16 di queste hanno realizzato delle business combination, fondendosi cioè con medie imprese che in tal modo sono finite in borsa.

## ...E L'IDENTIKIT DI CHI LO È ALL' A.I.M.

L'Iidentikit dell'impresa media quotata all'AIM è peraltro davvero incoraggiante: la media mostra un fatturato di poco meno di 40 milioni di euro e un ammontare di capitale fresco ottenuto in occasione della quotazione pari a poco meno di 10 milioni (che non dovranno mai essere restituiti ai sottoscrittori). Per il 35% delle quotate si tratta di piccole e medie imprese innovative che hanno collocato in borsa aumenti di capitale per circa un terzo del valore "pre-money" ottenendo una capitalizzazione di borsa in media pari al valore del fatturato e corrispondente a circa un quarto del valore d'azienda "post-money" (cioè dopo l'aumento di capitale).

### **UNO SCENARIO "WIN-WIN"**

Dal momento che i tassi di interesse sono oramai stabilmente bassi in tutto il mondo di questi tempi, anche le valutazioni aziendali risultano relativamente elevate (sebbene a casa nostra restino molto più in basso di quanto si registri per analoghe imprese nei mercati anglosassoni) e indubbiamente anche questo fattore può spingere molte nuove imprese a sottoporsi al regime di trasparenza contabile imposto dalle autorità di mercato, per riuscire a cogliere i vantaggi (e i denari) provenienti dalla quotazione.

Uno scenario dal quale guadagnerebbero tutti e che contribuirebbe non poco a svecchiare l'apparato industriale italiano, ancora molto sbilanciato sull'industria del fashion, sull'alimentare e sull'elettromeccanica di derivazione automobilistica e ancora *poco* sviluppato invece sulle nuove tecnologie che stanno cambiando il mondo.

# Stefano di Tommaso

# L'OTTIMISMO DI TRUMP A DAVOS



Con la chiusura del sipario del Forum Economico Mondiale di Davos proviamo a tirare le somme circa quello che si è detto e ancor più a proposito di quello che non si è detto. Non che le indicazioni finali di Davos abbiano funzionato granché per prevedere i corsi delle borse nelle edizioni precedenti: l'anno scorso la preoccupazione era palpabile, ma le cose sono andate in tutt'altro modo, l'anno prima (2018) l'ottimismo era prevalente ma la seconda parte dell'anno è stata a dir poco funesta. Quest'anno non soltanto Donald Trump ma anche gli altri commentatori sono ottimisti e, nonostante nessuno si aspetti che il costo del denaro possa risalire dai minimi dove è finito, e forse proprio per questo motivo, c'è da temere!

### LE BORSE NON SEMBRANO SOPRAVVALUTATE

Su una cosa sono tutti concordi: con i tassi di interesse a questi livelli, con la mini-ripresa in atto (soprattutto negli Stati Uniti d'America) e con le buone premesse che riguardano l'attività economica nel terzo mondo (in ripresa anch'essa), i profitti aziendali attesi per l'anno in corso sono del tutto compatibili con gli attuali livelli di prezzo raggiunti in borsa.

Nonostante le borse restino stabilmente sui massimi storici, se guardiamo ai moltiplicatori degli utili con i quali vengono traguardati prezzi delle azioni quotate è evidente che non ci troviamo di fronte ad eccessi speculativi, Nel grafico qui riportato si può avere un confronto di quel moltiplicatore con gli anni precedenti, e ciò è tanto più vero se si riflette sul fatto che qualche anno addietro i tassi di interesse dei bond erano anche più alti che adesso (il 10YTBOND americano, paragonabile al nostro BTP a 10 anni, oggi rende l'1,77%, ben al di sotto dunque dell'obiettivo di inflazione al 2% dichiarato dalla

banca centrale americana).

Se proviamo infatti a rovesciare il moltiplicatore degli utili di borsa attuale (18,61 volte lo scorso 21 Gennaio), trasformandolo in un rapporto tra gli utili stessi (quelli delle aziende dell'indice SP500) e i prezzi azionari, "voliamo" al 5,37% di rendimento atteso, cioè oltre tre volte tanto il TBOND. Non c'è dunque da stupirsi se i risparmiatori a questi livelli di rendimento continueranno a preferire di comperare azioni, anzi tutte le azioni, allo scopo di replicare le prestazioni dell'indice di Wall Street, che molti si attendono in crescita anche quest'anno di un bel 10%, decisamente bello, soprattutto dopo aver già guadagnato un ottimo 32,5% dall'inizio del 2019.

#### LUSINGHE E MINACCE AMERICANE

Ma le buone notizie probabilmente finiscono qui, dal momento che sul meeting delle Alpi svizzere ha posto garbatamente ma decisamente il cappello il presidente Donald Trump, forse il più ingombrante degli ospiti (soprattutto se si considera che non è affatto allineato al consenso delle èlites globaliste), incurante delle minacce di "impeachment" che sembrano piuttosto inconsistenti.

Trump e il suo ministro Mnuchin hanno portato sicuramente una ventata di ottimismo a proposito della possibilità che la tecnologia aiuti non poco a superare l'emergenza ambientale strillata da Greta, ma hanno anche anticipato senza mezzi termini che, appena finito di negoziare con la Cina, cominceranno con l'Europa (applicando dazi, ovviamente, allo scopo di riequilibrare i rapporti commerciali).

E nel frattempo, tanto per evitare che qualcuno finisca per non prenderlo troppo sul serio, Trump ha posto una sorta di esplicito veto sulla Web Tax europea (che colpirebbe soprattutto i "vendor" online americani come Amazon e Apple) e ha tessuto l'elogio della ragion pura britannica, per aver concluso la vicenda della Brexit, annunciando meravigliosi accordi commerciali con la ex-"madrepatria", per controbilanciare le possibili restrizioni doganali continentali. Il tutto gli è persino riuscito di farlo con una certa grazia, e senza troppo clamore.

### MA L'EXPORT EUROPEO DOVREBBE CONTINUARE BENE

I recenti dazi introdotti dagli Stati Uniti con il placet dell'OMC sui prodotti europei a seguito della controversia Airbus-Boeing impatteranno però in misura modesta sul nostro export complessivo, ma alcuni specifici prodotti (e le imprese del comparto) ne sono significativamente colpiti. Pende intanto la minaccia di dazi americani aggiuntivi sul comparto automotive europeo.

Per evitare di mettersi a piangere l'Europa Unita -afflitta da abbassa crescita, da difficile governabilità e con una BCE che ha già sparato quasi tutte le sue munizionipertanto dovrà contare principalmente sulle esportazioni, che peraltro sono previste in ripresa nel corso del 2020, soprattutto per il nostro Paese.

Nei grafici qui accanto possiamo trovare un preciso riscontro a queste affermazioni.

Le esportazioni italiane invece si prevede che cresceranno del 2,8% nel 2020 e del 3,7% nel 2021-2022 secondo il Rapporto Export 2019-2022 di Sace Simest. Le previsioni sono basate su un modello di Sace Simest e Oxford Economics che fortunatamente prevede che l'export italiano continuerà ad avanzare grazie al rimbalzo dei beni di investimento, che beneficeranno di una più favorevole dinamica della domanda globale, trainata soprattutto dal recupero dei Paesi emergenti. Per quanto riguarda invece i beni intermedi, sembra che terrà solo il settore farmaceutico.

Morale: le borse, Wall Street in particolare ma anche quella italiana (sempre che non arrivi un terremoto al governo) dovrebbero performare bene, forse per tutto il 2020. Ma l'economia reale, nonostante la "ripresina", farà più fatica a brillare, anche perché gli Stati Uniti d'America reclamano la fetta più grossa della crescita, e sono pronti a fare di tutto per ottenerla, svalutazione del Dollaro compresa.

Stefano di Tommaso

# INGREDIENTI PER LA CRESCITA DELL'ECONOMIA



All'inizio di Gennaio ho pubblicato un articolo relativo all'eccessivo ottimismo che circola -tra un brindisi e l'altro- tra gli analisti e gli operatori del mercato dei capitali a proposito delle prospettive dell'economia reale globale per l'anno solare che si è appena inaugurato. Ma al di là dell'orizzonte di visibilità dei mercati finanziari (i quali sono sempre più globalizzati), esiste un tema più palpabile e meno soggetto a mode ed umori del momento che riguarda gli elementi essenziali per poter migliorare le prospettive economiche europee (e ancor più quelle nostrane) per la prosecuzione della crescita. Proviamo ad esaminarli.

Il 2020 infatti vede una notevole divaricazione tra quelle relative allo sviluppo economico prevedibile per America e Asia, e quelle che potranno riguardare l'andamento dell'Europa, della quale noi siamo addirittura fanalino di coda.

Alla base di qualsiasi analisi degli studiosi infatti la ricetta per la crescita economica contempla una miscela di :

- crescita demografica e delle competenze
- miglioramento della produttività del lavoro
- incremento delle retribuzioni
- investimenti produttivi e tecnologici
- investimenti infrastrutturali
- stimoli fiscali e monetari

Difficile immaginare perciò che l'architrave dello sviluppo possa essere costituito soltanto da quest'ultimo fattore (gli stimoli di politica monetaria), quando tutto il resto langue.

Nei paesi anglosassoni e in quelli emergenti esistono molte di queste condizioni essenziali affinché si possa verificare ulteriore sviluppo e, indubbiamente, quest'ultimo potrà parzialmente trainare le nostre esportazioni. In Asia poi la combinazione di grandi risorse naturali e grande crescita demografica con la crescita esponenziale delle competenze tecnologiche non mancherà di fornire i migliori risultati del pianeta. Ma a a casa nostra non serve un premio Nobel per constatare la sostanziale assenza di buona parte dei suddetti elementi della ricetta, a meno che non si voglia credere alle seguenti favolette (nello stesso ordine di cui sopra) che ci propinano i telegiornali di stato :

- rimpiazzo" demografico attraverso l'immigrazione clandestina (quando i nostri laureati emigrano)
- miglioramento della produttività attraverso gli attuali micro-incentivi

### all'innovazione

- mini-detassazione in deficit che comporterà soltanto un mini-incremento delle retribuzioni nette (soltanto quelle di base, che faticano a comperare generi di prima necessità i quali arrivano quasi esclusivamente dalle coltivazioni in nord-africa o dalle fabbriche dell'estremo oriente
- investimenti (quasi soltanto pubblici e quasi soltanto nei business ecosostenibili che sotto le Alpi scarseggiano) e nel salvataggio di fabbriche decotte (e inquinanti)
- (scarsissima) disponibilità di capitali per le Start-up innovative nazionali (quelle che non varcano i confini con tanti saluti per i nostri figli) e sostanziale assenza di incentivi fiscali a sostenerle
- (quasi totale assenza di) investimenti infrastrutturali (e addirittura mancanza di manutenzione per quelli già fatti) e (limitatissimi) stimoli fiscali all'attività produttiva (se escludiamo quelli relativi a costruzioni edili e manutenzioni straordinarie degli immobili)
- (difficile godimento degli) stimoli di natura monetaria che, erogati da Francoforte alle banche, dovrebbero favorire l'ampliamento del credito che queste mettono a disposizione delle imprese il quale, per molti motivi, invece non si verifica affatto.
- Appaiono perciò a mio modesto avviso di evidenza lapalissiana tanto la scarsezza degli interventi del governo in tali campi quanto la limitatezza delle manovre che l'appartenenza all'Unione Europea ci vengono consentite.

Perciò, per commentare le magre prospettive dell'attuale Unione

Europea (e ancor più quelle italiane) ognuno può sbizzarrirsi e immaginarle "verdi" ed "eco-sostenibili" quanto vuole, ma -credetemi- affinché la crescita economica si verifichi è difficile ipotizzare di fare a meno dell'essenziale...

## Stefano di Tommaso

# **UN "ESG" PARTY A DAVOS**



Da domani 21 Gennaio anche quest'anno 2500 tra i leaders del mondo della politica, della finanza, del business, delle scienze e dello spettacolo, si riuniranno tra le nevi svizzere di Davos, nel cantone dei Grigioni, per dibattere di nobili temi economici e ambientali, ma anche, e soprattutto, per incontrarsi e fare affari, in nome della "sostenibilità"

### UN CIRCOLO MOLTO ESCLUSIVO

Al World Economic Forum infatti si può accedere soltanto per invito, così come al Bildenberg e ad ogni circolo chiuso che si rispetti. Ragione per cui in tutto il territorio nei quattro giorni di convegno la sicurezza sarà ai massimi livelli: 5000 agenti segreti, cecchini e poliziotti ne garantiranno l'infrastruttura, oltre alle numerosissime guardie del corpo che seguiranno passo passo i delegati. Ogni struttura ricettiva di lusso ne sarà monopolizzata e i prezzi di qualsiasi cosa (trasporti, servizi, shopping eccetera...) saranno ovviamente alle stelle, mentre i rotocalchi ne chiacchiereranno per settimane a venire.

Perché i leaders del mondo vi si riuniscono, ci chiedevamo? Sicuramente per dibattere a porte chiuse dei temi più importanti che riguardano il destino dell'umanità, ma anche e soprattutto per trarne profitto: il forum dei potenti non a caso è economico, non ecumenico. Dall'analisi delle tendenze in atto e dalle opinioni che ne discenderanno, ne saranno influenzati: il prezzo dell'energia e delle materie prime, i cambi delle valute, i moltiplicatori di borsa per ciascun settore industriale e i tassi di interesse.



### UN MURO DI SILENZIO DIVIDE IL FORUM DAL RESTO DEL MONDO

Difficile non notare l'infinita separatezza che ogni anno si accentua tra i giochi di quelle èlites globali e il destino del resto della popolazione umana che dipenderà non poco dalle decisioni che segretamente verranno prese in quella Turris Eburnea tra le montagne della Svizzera. Ma così gira il mondo: ogni èlite della storia ha fondato la sua potenza sullo sfruttamento delle risorse naturali e del lavoro umano, tanto materiale quanto intellettuale.

E oggigiorno è sempre più difficile pensare a un futuro che riuscirà ad essere diverso.

Quest'anno più che mai il tema centrale del Forum sarà il futuro: quale futuro (vicino ma anche lontano) ci attende per l'ambiente, l'industria, l'istruzione, le città, le infrastrutture, l'economia e la finanza? La finalità ultima (ed esplicita) del Forum e dei suoi partecipanti è quella di modellarlo, perché sia migliore -sicuramente- ma anche per muoversi di conseguenza, e trarne beneficio.

### L'AMBIENTE AL CENTRO DI OGNI DISCUSSIONE



I temi ambientali però, gli scienziati che li trattano e i leader d'opinione che li commentano saranno più che mai inquadrati per primi, sotto i riflettori del palcoscenico. E non soltanto per i rischi climatici e meteorologici che ne derivano, ma anche e soprattutto perché gli investimenti che oggi essi richiedono costituiscono un grosso affare tanto per chi li effettua quanto per chi li riceve, li adopera, o li finanzia. E tanto per donare un po' di colore all'argomento, verrà lanciata l'iniziativa "un trilione di nuovi alberi nei prossimi dieci anni"!

### E POCA ATTENZIONE ALLA CRESCITA ECONOMICA

Il tema della crescita economica sarà sicuramente importante anche per quest'anno ma non sarà più protagonista. Tanto per il fatto che al suo riguardo non si prevedono grandi sorprese (né molto altro che si può fare per sostenerla), quanto perché è alla sua sostenibilità che, per fortuna, la crisi ambientale ha fatto rivolgere la maggior attenzione degli operatori economici di tutto il mondo.



### È IL MOMENTO DEGLI INVESTIMENTI ECO-SOSTENIBILI

È infatti agli investimenti *ESG (Environmental, Social and Corporate Governance)* i quali, soprattutto per il fatto che saranno privilegiati dagli investitori di ogni parte del pianeta, saranno probabilmente anche quelli che si rivaluteranno di più.

Ovviamente dietro agli slogan bisogna che ci sia un po' di sostanza, ma in questo caso non sarà facile distinguere la realtà dei fatti dalle mode e dalle illusioni. È un dato di fatto, per esempio, che gli investimenti infrastrutturali che la sostenibilità richiede saranno ingenti, e che la transizione energetica verso fonti "sostenibili" sarà lenta e costosa. E anche per questo motivo i profitti aziendali ne risentiranno, come probabilmente pure i tassi di interesse, che dovranno risultare ancora più bassi, perché la finanza globale resti in equilibrio e riesca a far fronte alla montadi liquidità che essi richiederanno.



### CHI NE BENEFICIERÀ MAGGIORMENTE?

Ma la corsa dei risparmi e delle risorse pubbliche verso gli investimenti eco-sostenibili genererà a sua volta molte altre conseguenze, tanto per i settori industriali "tradizionali" che non potranno non esserne penalizzati, quanto per quelli collegati alla ricerca di una nuova naturalezza, a partire dall'agricoltura non più intensiva sino alle scienze farmaceutiche ed alimentari, che dovrebbero trarne il massimo giovamento.

La finanza globale ne sta tenendo conto, e sta facendo i suoi calcoli per adattarvisi. Ecco qui in basso ad esempio uno spaccato della quota di investimenti eco-sostenibili in percentuale sul totale, effettuati dai fondi investimento americani e in relazione alla totalità dei principali indici di borsa, portati come paragone.



E ancora una volta esiste un buon motivo per sostenere gli investimenti in tecnologia, considerata evidentemente panacea essenziale anche per favorire la transizione energetica, tanto attraverso i suoi strumenti informatici, quanto nella speranza che essa possa aiutare a costruire -con i suoi benefici- anche una "coscienza globale" che gli intellettuali di ogni angolo del mondo non erano riusciti a instillare alle nuove generazioni.

## Stefano di Tommaso