

# QUOTARSI IN BORSA (capitolo primo)



*In moltissimi casi nella mia vita professionale mi è capitato di incontrare imprenditori che avrebbero voluto fare un passo simile e in quasi tutti i casi, per qualche motivo (non è il momento, non siamo pronti, non ho ancora pronto questo o quello...), essi non lo hanno mai fatto!*

Dopo tanti casi simili (e pochissimi casi di successo, buona parte dei quali con tempistiche molto diverse da quelle iniziali) mi sono convinto a scrivere queste righe per segnalare i passaggi essenziali necessari per prendere la giusta direzione quando si arriva a pensare che l'accesso al mercato dei capitali è alla base di quasi tutte le storie di successo nel mondo!



## **DA DOVE PARTIRE**

Sembra inverosimile ma quasi nessuno se lo chiede e, ovviamente, non parte bene: la prima cosa e di gran lunga la più importante è la messa a fuoco del piano industriale.

L'argomento non solo è essenziale per comprovare la validità dell'investimento ai futuri sottoscrittori, ma anche necessario per ragionare sulla corretta valutazione d'azienda, che tipicamente è il suo ultimo capitolo.

Praticamente ogni altro argomento viene a valle di ciò: la selezione dei consulenti, la scelta della banca o società di intermediazione mobiliare per il collocamento e le altre attività di mercato, i revisori contabili, i consulenti fiscali e quelli legali, la società di "media relation".

## **IL PIANO INDUSTRIALE E LE SCELTE STRATEGICHE**



Il piano poi oltre ad aiutare a ragionare sulle determinanti strategiche del valore d'azienda, consiste in una profonda (e normalmente lunghissima...) riflessione sulla struttura aziendale, sulla sua capacità di lavorare e ancor più su quella (tutta diversa) di costruire la crescita futura.

Per gli investitori che osservano l'impresa e le sue caratteristiche, non c'è argomento più rilevante delle aspettative che esprime di riuscire a generare valore e dunque reddito derivante dall'investimento su di essa!

Se dunque per chi deve scommettere la propria responsabilità e i propri soldi in quel piano industriale sono credibili:

- la squadra di gestione
- i prodotti, i brevetti, le competenze
- l'analisi della concorrenza e del mercato
- la misura stimata dei costi e ricavi
- il calcolo degli investimenti necessari
- la valutazione dei tempi necessari per lo sviluppo

allora è possibile che esistano le premesse per procedere e per condividere la valutazione attuale e quella prospettica.

### ***LA TEMPISTICA RICHIESTA***

Non voglio fare terrorismo, ma il tema è di quelli davvero scivolosi: non ho mai visto rispettare la scaletta dei tempi inizialmente ipotizzata!

Spesso è colpa dei consulenti, che per spingere gli imprenditori a fare la scelta "la fanno facile". Ma altrettante volte è l'esuberanza dell'imprenditore (o il suo ingiustificato ottimismo ) che fanno sottostimare lo sforzo necessario.

Questo vale non soltanto nella messa a fuoco del numero di settimane necessarie per produrre la documentazione necessaria, ma anche e soprattutto per il numero normalmente elevatissimo di imprevisti e fatti ignoti (inizialmente ) che costringono a modificare (o fare da capo) il lavoro documentale. Gli imprevisti sono letteralmente il tema più importante della corretta valutazione della tempistica!

### ***LA DIMENSIONE***



Uno dei maggiori antidoti all'idea di quotare la propria impresa in borsa è normalmente la

considerazione della limitata dimensione, tanto per quella dell'azienda quanto per la dimensione del futuro collocamento che consegue all'eleggibilità per la quotazione di quest'ultima.

Un'impresa è troppo piccola per la quotazione normalmente si dice che è quella che non raggiunge i 2 milioni di margine operativo lordo o i 20 milioni di capitalizzazione del titolo al momento della quotazione. Ma sono regole spannometriche utili solo quando non esiste più alcun argomento alternativo.

In realtà le vere misure dimensionali che contano sono quelle del valore attuale e, soprattutto, di quello prospettico del collocamento di titoli che deriverà dall'I.P.O. (Initial Public Offering ).

Ciò che infatti interessa gli investitori è la prospettiva di liquidità del titolo dopo che sarà quotato. Se risulta scarsa la valutazione scende decisamente proprio per compensare la limitata negoziabilità attesa.

Non solo: con una limitata negoziabilità sono molti gli investitori che si tirano fuori dall'ipotesi di sottoscrivere il titolo in sede di collocamento, per statuto o per altre regole che devono rispettare.

Il valore d'azienda e quello del collocamento peraltro dipendono fortemente dalle attese di crescita dei margini d'azienda e dai moltiplicatori dei medesimi che sono condivisi dal mercato per il settore di riferimento nel momento in cui si esaminano (e possono oscillare moltissimo in un solo giorno).

È noto il caso di società neo-costituite (startup ) nel settore internet che negli anni passati sono state collocate in borsa ad una stima di valore pari a centinaia di volte i ricavi attesi per quell'anno!

Dunque non è proprio il caso di fasciarsi la testa prima di essersela rotta quando si pensa ai limiti dimensionali.

***(fine primo capitolo )***

***Stefano di Tommaso***

---

# VALIUM INVESTING



***Nonostante molti grandi investitori, economisti e analisti si facciano più insistenti nel suggerire che i mercati finanziari possano essere prossimi ad incontrare grossi problemi, solo pochi giorni fa i maggiori esponenti delle banche centrali, in ritiro a Jackson HOLE sono sembrati non accorgersene, anzi: invece di preoccuparsi di orientare i mercati - quantomeno a proposito dell'andamento dell'economia globale e dell'inflazione, che è alla base delle possibili variazioni dei tassi di interesse- i due supergovernatori hanno badato solo a dare ragione a se stessi, probabilmente anche perché si approssima il momento del possibile loro ricambio e sono perciò entrati in "campagna elettorale"!***

Eppure sono veramente molti gli analisti che riscontrano imbarazzanti analogie con il passato, rintracciando nel comportamento troppo rilassato e dunque irrazionale dei mercati i segni distintivi di possibili catastrofi. Di seguito ad esempio la previsione di un analista tecnico (che probabilmente risulta davvero eccessiva):



Tornando ai discorsi dei banchieri centrali a Jackson Hole è risultato ai più deludente il discorso freddo e distaccato di Mario Draghi, presidente della BCE, così orientato a difendere la sua posizione e a celebrare il libero mercato da non accorgersi che il "nulla di fatto" nella sostanza delle dichiarazioni che il mercato aspettava di conoscere dai banchieri centrali riuniti non poteva che generare nuova (e probabilmente ingiustificata) euforia, che ha portato il cambio transatlantico al livello di 1,20 dollari per un euro, da tutti considerato essere la soglia di dolore per le imprese esportatrici europee.

Come più volte fatto notare su queste colonne, il libero scambio di merci e servizi non è tuttavia una panacea per tutti i mali. A volte per esempio favorisce alcuni paesi e ne

penalizza altri, soprattutto quando le regole del mercato risultano uguali per tutti solo in apparenza (come accade nell'Eurozona).

Le imprese americane hanno negli ultimi anni beneficiato dei tassi bassi prima di quelle europee ma poi anche a causa di una minor pressione fiscale hanno potuto distribuire i profitti generati aumentando l'occupazione e i salari.

La possibile caduta di competitività che ne poteva derivare è stata mitigata dalla svalutazione del dollaro che, insieme a un certo numero di dazi e barriere all'importazione, permette alle imprese americane di evitare di danneggiare l'occupazione con inefficienza produttiva.

Le nazioni europee continentali hanno potuto moderare la rivalutazione del cambio che necessariamente deriva dal loro fortissimo avanzo commerciale grazie alla zavorra di paesi come l'Italia, pur senza caricarsi dei costi del ns.welfare e dei ns.immigrati. Dunque hanno di fatto beneficiato dell'Unione monetaria, a scapito dei partners più deboli.

Ma quello che non hanno detto i grandi banchieri (per non deludere i mercati) è che le tensioni che si accumulano sul fronte valutario europeo difficilmente saranno prive di conseguenze sui margini delle imprese esportatrici e sulla loro competitività.

Indubbiamente gli stimoli monetari delle banche centrali hanno fatto bene ai mercati finanziari e, in ultima analisi, anche alla ripresa economica globale, ma da qualche mese si diffonde il timore il loro equilibrio sia sempre più instabile.

Le valutazioni sono alle stelle, la speculazione sui derivati è sempre più a rischio, i mercati asiatici vanno avanti con estremi livelli di indebitamento mentre i debiti pubblici non sono diminuiti rispetto all'ultima crisi finanziaria.



In particolare uno studio recente di Morgan Stanley ha mostrato che la caduta verticale della correlazione tra le diverse asset classes è indice sicuro di irrazionalità degli investimenti mobiliari (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-22/wall-street-banks-warn-winter-is-coming-as-business-cycle-peaks>)



Al momento perciò le azioni quotate in quasi tutte le borse del mondo sono per la maggior parte sopravvalutate, mentre i mercati si sono fatti sono ad oggi un baffo delle peggiori

minacce alla sicurezza nucleare del pianeta, alla sicurezza pubblica delle principali capitali europee, alla possibile instabilità politica tanto del continente americano (possibile impeachment del Presidente) quanto di quello europeo (possibile vittoria dei movimenti populistici).

Ciò che ha prevalso è stata la constatazione dell'indiscutibile successo avuto dai sistemi di investimento passivo in fondi indicizzati. Ovviamente ciò poteva avvenire anche a causa della sempre minore volatilità dei mercati e della liquidità soverchiante che ha favorito l'investimento nei sistemi di trading.

Però la situazione generale ha del paradossale: da un lato tutti consigliano la decisa riduzione dell'esposizione al rischio azionario, dall'altro lato la calma piatta che si costata sui mercati fa pensare che per ogni investitore che ne esce esista almeno un altro che entra. Cosa che fa pensare che la quasi inspiegabile calma piatta possa proseguire ancora per chissà quanto. Magari anche un semestre, dal momento che i primi effetti del "tapering" (restrizione della liquidità disponibile) -che qualche segno dovranno pur lasciarlo- non arriveranno tanto presto.

Per non parlare della stranezza del ciclo economico americano (il più anziano dopo la crisi del 2008) che un anno fa sembrava volgere al suo naturale esaurimento (dopo sette anni pieni), oggi invece pare aver ripreso imprevedibilmente vigore, insieme a tutto il resto dell'economia globale e ai profitti delle grandi aziende, che a loro volta hanno generato un moltiplicatore positivo del credito e maggiore liquidità disponibile.

I dati macroeconomici sono infatti assolutamente confortanti e dell'inflazione sembra essersi perduta ogni traccia al punto che la prossima mossa al rialzo dei tassi di interesse in America è prevista per fine anno mentre in Europa si discute se mai avrà luogo nel 2018.

Morale: nessuno è davvero in grado di spiegare cosa succede davvero, meno che meno i famigerati banchieri centrali. Nessuno è tantomeno in grado di fare previsioni sull'andamento delle borse o dei tassi d'interesse, come dimostrato addirittura dal congresso mondiale dei banchieri centrali.

Perciò se da un lato resta consigliabile per i più continuare a diminuire l'esposizione al rischio dei mercati borsistici (quantomeno per la possibilità che con l'autunno riprendano talune fluttuazioni), dall'altro sono oramai molti mesi che uscire quasi totalmente dall'investimento azionario si è oramai inconfutabilmente dimostrato essere un errore serio, persino per i cosiddetti "cassettisti" (che cercano un dividendo da incassare mantenendo l'investimento azionario).

Meglio ingoiare una pillola di tranquillanti e tenere possibilmente i piedi in più scarpe: la

nebbia che impedisce di guardare lontano potrebbe permanere a lungo...

**Stefano di Tommaso**

---

# PER FCA È INIZIATO IL CONTO ALLA ROVESCIA?



*Da un anno a questa parte la quotazione delle azioni di FCA è cresciuta di oltre il 100%, ben più dell'indice Standard&Poor 500 che nello stesso periodo ha guadagnato poco oltre l'11%. Una corsa veramente sorprendente, se pensiamo ai già elevatissimi livelli di partenza dei mercati azionari un anno fa.*



La notizia dell'apprezzamento da parte del mercato per un'azienda che è ancora un po' italiana è molto positiva, tanto per i detentori del titolo quanto per entrambe le Borse Valori dove è quotato: Wall Street e Milano ma, ovviamente la domanda sulla bocca di tutti è stata: ***“che succede?”***

Apparentemente la risposta ai continui rialzi della valutazione che il mercato esprime sembra essere arrivata con la notizia che il gruppo cinese “Grande Muraglia” (Great Wall) conferma di esserne interessato all'acquisizione, sebbene invece FCA smentisca. Poco dopo è arrivata anche la smentita dai cinesi: interesse all'acquisto sì ma sino ad oggi nessun approccio concreto a FCA.

Quindi né questa notizia né quella dell'ottimo andamento aziendale di FCA bastano a

giustificare la sua generosa sovraperformance in borsa, tantomeno se teniamo conto del fatto che la capitalizzazione di borsa (in Cina) di Great Wall è di circa 18 miliardi di Dollari, cioè poco superiore a quella di FCA (circa \$16,5 miliardi). Great Wall ha inoltre una posizione di cassa appena positiva (pari a meno di mezzo miliardo di Dollari) dunque se volesse davvero procedere all'acquisto di FCA essa dovrebbe prima assicurarsi la disponibilità di cassa di non meno di una decina di miliardi di Dollari, che oggi non ha.

Infine sono in molti a prevedere dei probabili ostacoli alla possibilità che le autorità americane permettano a un gruppo cinese di acquisire il controllo di uno dei tre colossi automobilistici nazionali, sebbene tecnicamente sia controllato dall'estero.

### ***Per questi motivi l'acquisizione di FCA da parte di Great Wall non è così probabile***

Ma se è relativamente improbabile che la concorrente cinese possa effettivamente riuscire a completare l'acquisizione, negoziare un prezzo vantaggioso e riuscire a procurarsi le risorse finanziarie per farlo, allora quali altri scenari si aprono per giustificare una così forte corsa al rialzo del titolo FCA? Per cercare di fare luce sulla vicenda va doverosamente ripercorsa la sua storia recente a partire da alcuni fatti importanti che la contraddistinguono:



- l'essere oggi un'impresa automobilista che, grazie al salvataggio e all'integrazione della vecchia Chrysler avvenuta pochi anni fa sotto la presidenza di Obama, può oggi vantare una fortissima presenza in America (è uno dei tre gruppi principali insieme a Ford e General Motors);

- l'appartenere ad un gruppo di azionisti che fa capo alla famiglia Agnelli-Elkan che ha chiaramente mostrato segni di disinteresse alla prosecuzione della permanenza nel controllo della stessa;

- l'aver in corso un processo di ricambio al vertice aziendale (oggi inconfutabilmente rappresentato dal solo Marchionne), che risulta tutt'altro che concluso e che richiede tempi lunghi;

- l'aver in pancia numerosi "pezzi da novanta": a partire dalla proprietà della Magneti Marelli e quella dello storico marchio "Jeep" che alcuni analisti stimano valere da solo buona parte della capitalizzazione di borsa complessiva del gruppo. FCA controlla anche i marchi Chrysler, Fiat Lancia, Alfa Romeo, Maserati, Dodge Ram eccetera;

- il mantenere un forte collegamento con Ferrari, che da sola capitalizza in borsa più della FCA (ben 22 miliardi) e che rimane controllata da Exor, finanziaria della stessa famiglia

Agnelli-Elkann e presieduta dallo stesso Marchionne;

- il fatto che FCA non venda praticamente nulla in Asia, il mercato di sbocco considerato di gran lunga più promettente per il settore auto, tanto per il divario da colmare con il resto del mondo quanto a numero di veicoli per abitante, quanto per la forte dinamica demografica. Questo rende FCA la preda perfetta per un acquirente asiatico.



Dunque possiamo tranquillamente affermare che la crescita del valore del titolo in Borsa da un lato è ampiamente giustificata da una precedente sottovalutazione e dall'altro si può ben comprendere come mai sia rimasta compressa fino a poco tempo fa: una doppia transizione in corso -tanto manageriale quanto dell'azionariato di controllo - non lascia mai tranquilli gli azionisti di minoranza !

### ***Ma torniamo alla domanda delle domande: perché il titolo corre tanto in borsa?***

Innanzitutto riprendiamo il tema della valutazione in forma analitica: quanto valgono i singoli pezzi che compongono la galassia FCA? La risposta, se togliamo il valore presumibile della partecipazione in Magneti Marelli (€3 miliardi) e quello del marchio Jeep (stimata in circa €17 miliardi per analogia con le altre case automobilistiche) l'attuale capitalizzazione di borsa (€16,5 miliardi) porterebbe il valore dei restanti marchi (Chrysler, Fiat, Alfa Romeo, Maserati, Ram eccetera) anche al netto degli €4 miliardi di debiti, in territorio negativo. La sola divisione Maserati-Alfa Romeo potrebbe valere 10 miliardi di Euro!



È evidente perciò che l'attuale capitalizzazione di borsa non esprime tutto il potenziale che salterebbe fuori da un eventuale break-up (spezzatino) del gruppo (appunto almeno una decina di miliardi di euro in più di quanto esprimano oggi le borse) e che questo è anche il vero motivo per il quale con ogni probabilità con Great Wall non c'è partita.

### ***Il ruolo di Sergio Marchionne***



Ma soprattutto è evidente che a Marchionne -il quale con la programmazione obbligata della sua successione ha avuto dagli azionisti di controllo di fatto il compito di disporre al meglio della loro partecipazione in FCA- **sta riuscendo il gioco di portarla gradualmente alla sua corretta valorizzazione**, rendendola contendibile non soltanto nel suo complesso ma anche a "pezzetti", cosa che peraltro faciliterebbe la soddisfazione degli appetiti degli operatori asiatici (gli unici veri acquirenti sul mercato), i quali

altrimenti rischiano di trovarsi la strada politicamente bloccata ad acquisire intere aziende che risultino in un modo o nell'altro americane.

Il prossimo passaggio del complicato risikio cui gioca Marchionne è quindi ***l'indiretta sollecitazione di altri possibili interessi***, magari solo per alcune singole tessere del puzzle FCA (Jeep o Maserati, per esempio), ma gli analisti più avveduti sono convinti che la fine dei giochi l'operazione che prenderà forma non consisterà in uno spezzatino, bensì nella possibile fusione di FCA intera con uno dei grandi concorrenti che fino a ieri hanno storto il naso ad un'aggregazione (GM, FORD, TOYOTA, TATA, PSA ecc...) e che oggi, di fronte all'evidenza di alternative credibili per FCA, non potranno più rimandare una decisione al riguardo.

Una soluzione che risulterebbe molto più psichedelica di quelle oggi circolano sul mercato, e sicuramente la più interessante per un uomo tanto ambizioso quanto machiavellico come lui!

***Stefano di Tommaso***

---

## L'EFFETTO "AMAZON" SULLA CRESCITA E SUI CONSUMI GLOBALI



***Una delle obiezioni più frequenti mosse dagli scettici nel rifiutare di voler prendere atto di un nuovo ciclo economico espansivo risulta essere proprio la debolezza dell'inflazione riscontrata nelle ultime statistiche.***

Se ci fosse davvero una crescita economica -essi notano- allora la spesa per consumi crescerebbe ben di più di quanto viene riscontrato di recente dai principali istituti di statistica, così come -per effetto di quest'ultima- si innescherebbe una dinamica non solo di

maggiore occupazione, ma anche di incrementi salariali che sfocerebbe in una risalita dell'inflazione. Invece l'inflazione cresce poco o nulla e gli scettici obiettano che dunque manca la prova di una ripresa economica effettiva.

## ***NEL 2017 LA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE DOVREBBE RAGGIUNGERE IL 4% MA LE STATISTICHE REGISTRANO UNA DINAMICA PIÙ LIMITATA DEI PREZZI AL CONSUMO***



Con diverse gradazioni di intensità la questione dell'apparente scarsità di domanda di beni e servizi si pone un po' dappertutto nel mondo, a partire dai Paesi "OCSE" (i più ricchi), e tra questi a partire dagli Stati Uniti d'America, ove l'espansione del P.I.L. prosegue al ritmo più o meno costante del 2% annuo (ma è vecchia di otto/nove anni e perciò sono in molti a presagire un'imminente inversione del ciclo) per proseguire poi con i Paesi dell'Asia continentale, dove la crescita è ben più impetuosa (intorno al 6%) e dal Giappone, che finalmente sembra aver registrato nell'ultimo trimestre (il secondo del 2017) una crescita su base annua dell'ordine del 4%, in linea con la media globale che dovremmo registrare a fine anno (il miglior risultato da anni).

L'Europa invece quest'anno a mala pena dovrebbe toccare l'1,9%, pur registrando la sua crescita del prodotto interno lordo più elevata dai tempi della crisi del 2008 e solo se tutto dovesse andare nel migliore dei modi e l'innalzamento del cambio non rovinerà troppo la festa alle imprese esportatrici. In tutte queste regioni del mondo però la crescita del prodotto interno lordo è più elevata di quella della spesa per consumi. La spiegazione ovvia che se ne potrebbe dare è che la domanda di beni e servizi resta debole, nonostante la ripresa, ma se proviamo ad approfondire, emergono altre dinamiche, ben più complesse!

## ***LA DIFFUSIONE DEL COMMERCIO ELETTRONICO LIMITA L'INFLAZIONE***

La diffusione di internet e delle vendite online ha infatti una forza deflativa sui prezzi che resta ancora da misurare con precisione. Ma la riduzione dei prezzi (che si contrappone e annulla l'effetto della crescita dei prezzi dovuta alla maggior domanda di beni e servizi) imputabile alle vendite online (il cosiddetto "Effetto Amazon") contribuisce solo per una parte alla creazione fenomeno di limitata inflazione cui assistiamo.

L'utilizzo di applicazioni per il telefono cellulare che "in virtualità" sostituiscono beni e servizi (buona parte dei quali è gratuito perché sono sostenuti da ecosistemi di "sharing economy") è vastissimo e pieno di implicazioni pratiche. Eccone ad esempio un piccolo elenco comparativo (a sx gli strumenti precedentemente utilizzati e a dx quello che si può

fare con uno smartphone):



## ***LA DIGITALIZZAZIONE, LA SHARING ECONOMY E LE NUOVE TECNOLOGIE CONTRIBUISCONO AL CONTENIMENTO DEI PREZZI E ALLA DIFFICOLTÀ DI RILEVARE LA VERA CRESCITA DEI CONSUMI***

Per non parlare della miriade di servizi offerti tramite la digitalizzazione dell'economia : dalla diffusione del "car sharing" al successo mondiale dell'affitto breve delle unità abitative legato alle catene di Bed&Breakfast e all'esplosione della catena AIRBNB, dei servizi finanziari che vengono forniti con la consulenza computerizzata, per non parlare di tutti i sistemi innovativi di risparmio energetico, dell'aumento della disponibilità globale di pezzi di ricambio e di strumenti tecnici a buon mercato venduti o affittati online, della diminuzione del numero di viaggi aziendali dovuta ai sistemi di videoconferenza, eccetera...

La stessa disponibilità dell'accesso alla rete è migliorata ed è divenuta più economica, dal momento che i costi di connessione tramite cellulari "intelligenti" sono crollati, e con essi è lievitato il consumo di servizi tramite accesso mobile.



L'offerta di beni e servizi è inoltre anch'essa in crescita, a causa della costante espansione della capacità produttiva per i beni a minor valore aggiunto nell'intero sud-est asiatico. Cosa che contribuisce a limitare la pressione inflattiva nonostante la vivacità della domanda, che scaturisce tanto dalla crescita globale quanto dalla dinamica demografica dei Paesi Emergenti.

Morale: non possiamo non tenere conto dei fenomeni economici collegati al concetto di digitalizzazione dell'economia globale nel chiederci per quale motivo l'inflazione non corre altrettanto quanto gli utili aziendali e quanto la crescita del Prodotto Interno Lordo. La corretta interpretazione dei fenomeni economici che discendono da essa sarà probabilmente oggetto di studio ancora per molti anni.

Quando però ci chiediamo perché il mercato mobiliare corra ancora nonostante tutti i segnali di attenzione che da oramai molti mesi gli analisti rilevano, ecco che dobbiamo guardare anche all'altro lato della medaglia: quello che esprime una crescita dell'economia globale, ancora solo parzialmente rilevata dai sistemi statistici di misurazione delle attività economiche basate sulla rete!

***Stefano di Tommaso***