

LIUC – Anno Accademico 2018/2019

Economia e Tecnica dei Mercati Finanziari – Dott. Marco M. Fumagalli / Dott. Antonio Taverna

## **Take Home Exam (THE)**

### ISTRUZIONI

- Il THE è destinato esclusivamente agli studenti che hanno frequentato;
- Ciascun Gruppo deve essere composto al massimo da tre studenti. Non sono ammessi mutamenti nella composizione del Gruppo dopo la comunicazione dello stesso. L'elenco è riportato in allegato e i parametri delle domande sono diversi per ciascun gruppo.
- L'elaborato deve contenere un indice con riferimento alle pagine di ciascun esercizio, tutte le pagine devono essere numerate, scritte con il medesimo font e giustificate. La domanda deve essere riportata prima della risposta;
- L'elaborato andrà consegnato fisicamente stampato. Le due parti relative al Dott. Taverna e al Dott. Fumagalli devono essere rilegate separatamente. Qualora, per ragioni eccezionali, venga concordato con il docente l'invio per e-mail dovrà essere inviato esclusivamente un file pdf;
- Tutti i calcoli dovranno essere svolti nell'elaborato, in nessun caso verrà considerato l'invio di un file excel;
- La qualità dell'elaborato non è funzione della sua lunghezza. Pertanto le risposte debbono essere limitate a quanto oggetto della domanda e, se necessaria per chiarire il contesto, ogni eventuale descrizione generale delle problematiche deve essere contenuta;
- Nelle domande più qualitative, si prega vivamente di evitare ogni taglia incolla di materiale prelevato da internet, la cui origine è peraltro in genere facilmente rintracciabile;
- Eventuali domande debbono essere inviate, esclusivamente via e-mail a:
  - [mfumagalli@liuc.it](mailto:mfumagalli@liuc.it) - [a.taverna@yahoo.com](mailto:a.taverna@yahoo.com)
- **La data di consegna è fissa al 30 maggio alle ore 10.00 quando** verrà anche effettuato un breve test *multiple choice* della durata massima di 45 minuti. Tale test serve a discriminare il voto dei singoli partecipanti a ciascun gruppo del THE e pertanto potrà portare ad una correzione in aumento o in diminuzione per non più di 4 punti.

Gli studenti che pur avendo frequentato non potranno svolgere il test in tale data, lo potranno svolgere in occasione delle successive date di esame. Il risultato del THE rimarrà valido per 12 mesi. Tuttavia si raccomanda fortemente di svolgere il test in occasione della prima sessione di esame.

Gli studenti non frequentanti e i frequentanti che rifiutassero il voto svolgeranno l'esame orale.

- A. La società Esempio S.p.A. ha attualmente in circolazione 12 MLN di azioni, e intende quotarsi con una offerta per il [A1] % in aumento di capitale e per il rimanente in vendita da parte dell'unico socio esistente, così che il flottante post-offerta sia pari al [A2] % del capitale, comprensivo della over-allotment option, pari al 15 % dell'offerta, interamente esercitata.

La Banca X è incaricata quale Global Coordinator dell' IPO. L'incarico prevede commissioni di (i) direzione per il 1%, (ii) *underwriting* per il 0.75% e (iii) vendita per il 2 %.

La Banca X propone agli investitori Esempio S.p.A. stimando nel 2019 abbia ricavi per 350 MLN/€, un EBITDA pari al 15 % dei ricavi, un utile netto di 16 MLN/€. La posizione finanziaria netta è positiva (cassa netta) per 9 MLN/€.

I *comparables* già quotati proposti ai fini della valutazione con il metodo dei multipli esprimono i seguenti rapporti (*Enterprise Value / EBITDA* e *Price/Earning*) rispetto alle stime di risultati per il medesimo 2019:

	EV/EBITDA	P/E
	2019	2019
Alfa	6	22
Beta	6	22
Gamma	7	20

Ipotizzando che gli investitori accettino una valutazione che sia la media dei risultati derivanti dai multipli indicati, ma richiedano uno sconto del [A3] % sul valore del capitale azionario, si indichi (arrotondare al MLN/€): (i) *equity value* a cui Esempio S.p.A. sarà collocata, (ii) il controvalore dell'Offerta, (iii) il totale delle commissioni sostenute<sup>1</sup> da Esempio S.p.A. e dal socio venditore. (Per chiarezza, con tale sconto, l'offerta è interamente collocata)

- B. Sempre con riferimento all'esempio precedente si ipotizzi ora che nei trenta giorni di stabilizzazione, la banche del consorzio, riacquistino il [B1] % dell'ammontare delle azioni oggetto dell'*over-allotment* ad un prezzo medio inferiore del [B2] % rispetto a quello di collocamento e ne rivendano il 15% ad un prezzo medio del 1% superiore al prezzo di collocamento, esercitando per la differenza l'opzione *greenshoe* di acquisto a titolo definitivo.

Quale è il risultato economico della stabilizzazione ? Se sulle azioni per le quali non viene esercitata l'opzione *greenshoe* (e quindi che vengono restituite al prestatore) non sono corrisposte commisioni di collocamento quale è il minor ricavo per le banche ?

- C. Accedendo alle statistiche del sito di Borsa Italiana, il candidato identifichi i seguenti elementi relativi al mercato [C1] per l'anno [C2] : (i) numero di società quotate a fine anno, (ii) numero di

<sup>1</sup> Pro quota rispetto all'incasso di ciascuno.

titoli quotati a fine anno, (iii) capitalizzazione complessiva a inizio e fine anno, (iv) scambi (totali dell'anno) (v) ammontare raccolto tramite aumenti di capitale e tramite nuove quotazioni (IPOs).

Con riguardo alle IPO dell'anno predisponga poi una tavola che indichi per ciascuna società l'ammontare collocato, il prezzo di collocamento e il prezzo di mercato (i) il primo giorno di negoziazione, (ii) un mese dopo l'inizio delle negoziazioni e (iii) un anno dopo il collocamento<sup>2</sup>.

Quale è stata l'IPO dell'anno che ha avuto l' IPO discount più rilevante ?

(Utilizzare Bloomberg per i prezzi di mercato ed il sito di Borsa Italiana nella sezione statistiche <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche.htm>) In alternativa, o a complemento: [Indici e Dati Mediobanca/MBRes](#))

D. Analizzando il Prospetto Informativo dell' IPO [D1] si identifichino i seguenti elementi:

- range del prezzo di collocamento per azione,
- range dell'equity value sulla base del prezzo per azione,
- fatturato, EBITDA, utile netto e PFN (posizione finanziaria netta) relativa all'ultimo esercizio completo presente nel Documento,
- azioni offerte divise tra vendita e sottoscrizione,
- azioni disponibili per *overallotment option* e *greenshoe*,
- percentuale minima e massima di flottante in caso di esercizio o meno dell'*overallotment option*,
- le commissioni massime riconosciute al consorzio di collocamento.

Sui dati storici dell'ultimo esercizio presente nel Prospetto, si calcolino inoltre, al minimo e al massimo del range di offerta, i seguenti *trailing multiples*: EV/EBITDA<sup>3</sup>, P/E.

Rispetto al prezzo finale di collocamento, quale è la performance (*total return*, comprensiva degli eventuali dividendi) alla data odierna del titolo rispetto all'indice FTSEMIB

[Per i dati si può far riferimento ai dati della Consob: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/prospetti1>]

E. Una società quotata Q il cui capitale è composto da 10.000 azioni è controllata di diritto con il [E1] % dal socio A, che ne estrae benefici privati del controllo per 2.500 €. La capitalizzazione complessiva in Borsa è attualmente di 12.500 €. La media delle quotazioni nell'ultimo anno è stata [E2] €.

Il soggetto B intende acquisire il controllo di Q. B è in grado di gestire Q meglio di A, così da incrementarne il valore complessivo di 3000 €. Tuttavia ha anche maggiori possibilità di estrarre benefici privati del controllo, così che, ragionevolmente, sarà in grado di "depredare" Q di una ricchezza complessiva di 4000 €.

- Se B acquista tutte le azioni di A al prezzo di 1,8 €, che effetto si produce per gli azionisti di minoranza di Q in assenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria ?
- In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che obblighi all'acquisto di tutte le azioni delle minoranze al prezzo dell'acquisto della maggioranza cosa succede ?

---

<sup>2</sup> Se trascorso.

<sup>3</sup> O analogo moltiplicatore in caso di banche / società finanziarie

- In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che obblighi all'acquisto di tutte le azioni delle minoranze alla media tra il prezzo medio di Borsa degli ultimi 12 mesi e il prezzo dell'acquisto della maggioranza cosa succede ?

Quali sono le finalità di una disciplina dell'OPA obbligatoria ?

Si descrivano i diversi tipi di benefici privati del controllo nel caso di società controllate da un unico soggetto e nel caso di società "*public companies*" ad azionariato diffuso.

Grup	Matricola	COGNOME	NOME	[A1]	[A2]	[A3]	[B1]	[B2]	[C1]	[C2]	[D1]	[E1]	[E2]
1	24170	DE MARCHI	Arianna										
1	23834	GABUALDI	Federica	30%	20%	20%	17%	2%	2018	AIM	Cerved	52%	0,90 €
1	24358	CAMPAGNA	Riccardo										
2	23936	TOSI	Arianna										
2	23957	VASCONI	Francesca	60%	30%	35%	20%	3%	2017	AIM	Piovan	62%	1,15 €
2	23621	REBELLATO	Luca										
3	24219	BORRONI	Lorenzo										
3	24225	SCIACCA	Gianluca	45%	35%	15%	30%	4%	2016	AIM	Nexi	71%	1 €
3	24488	CHIODI	Luca										
4	24250	CARPELLI	Alessandr										
4	23601	ROCCA	Stefano	20%	25%	22%	40%	5%	2015	AIM	Garofalo Helath Care	65%	1,25 €
4	23659	GIANI	Luca										
5	24003	PALA	Carlo										
5	23945	SCHIRATO	Mauro	25%	27%	27%	50%	1,50%	2014	AIM	Indel B	60%	1,20 €
5	24382	COLOMBO	Davide										
6	24268	BASILE	Giuliana	22%	37%	19%	60%	1%	2013	AIM	Pirelli	51%	1,10 €
6		DE ROSA	Elisabetta										
7	23661	CELESTINO	Matteo										
7	23961	FESTA	Alessandr	75%	40%	10%	55%	6%	2013	MTA	OVS	54%	0,94 €
7	24345	PALMA	Stefano										
8	24430	CACCIA	Marco										
8	24431	FIORICA	Carolina	55%	28%	12%	75%	2%	2014	MTA	Openjob	66%	0,99 €
8	24074	D'EVANT	Augusto										
9	24172	PERILLI	Davide	40%	22%	35%	80%	3%	2015	MTA	ENAV	71%	1,26 €
9	24753	CASARI	Lorenzo										
10	24198	FRANCO	Benedetta	20%	45%	30%	90%	3%	2016	MIV	Do Bank	63%	1,25 €
10	24501	SGUAZZINI	Enrica										
11	23960	COLUCCI	Pasquale										
11	24192	PAONI SACCO	Andrea	30%	40%	22%	44%	4%	2017	MTA	Technogym	77%	1,15 €
11	24409	CELLI	Nicola										
12	24451	NAVA	Alessio										
12	23909	SIMANI	Edoardo	35%	33%	23%	100%	5%	2018	MTA	Coima Res	52%	1,18 €
12	23693	BARBADORO	Francesco										
13	23639	BOSSI	Riccardo	22%	27%	24%	42%	3,50%	2018	AIM	Rai Way	53%	1,24 €
13	23758	ARANCIO	Andrea										
14	24258	FERRARI	Matteo	67%	25%	25%	20%	2,50%	2015	AIM	Fincantieri	54%	1,30 €
14	24385	MAZZON	Filippo										
15	23984	PIPARO	Paolo										
15	24020	SALINA	Matteo	85%	45%	32%	15%	3%	2012	MTA	Moncler	55%	1,35 €
15	23833	SERRACCA	Mariangel										
16	23934	SILVESTRI	Alessandr										
16	23642	AVOLIO	Thomas	15%	50%	16%	18%	4%	2013	AIM	Poste	61%	1,27 €
16	24432	MARITATI	Giuseppe										
17	23620	CASCINI	Gabriele										
17	24280	IORIO	Giorgio	50%	26%	15%	20%	6%	2015	MIV	OVS	62%	1,10 €
17	23880	COLOMBO	Alberto										
18	24582	CAMPANILE	Davide										
18	23677	DELL'ALMA	Selene	27%	27%	12%	22%	3%	2017	MIV	Piovan	63%	1,20 €
18	24500	SCAFA	Paola										
19	20864	AGNELLO	Giuseppe										
19	24043	COLELLA	Giovanni	37%	23%	20%	24%	2%	2015	AIM	Moncler	64%	0,85 €
19	20429	FEMIA	Manuel										
19	23616	MURA	Luca										
20	24383	REFRASCHINI	Alessandr	66%	22%	40%	33%	2%	2018	MIV	Moleskine	65%	0,88 €
20	24096	CONTE	Chiara										
21	24514	TOIA	Francesco										
21	24057	D'ANGELO	Donato	35%	37%	22%	35%	2%	2016	MTA	Anima	56%	1 €
21	23648	LAVIZZARI	Marco										
22	24508	PISANU	Alberto										
22	24194	SIMONCINI	Luca	44%	44%	22%	29%	4,50%	2017	MTA	Cerved	54%	1,20 €