

## AZIONARI

# Gli investitori temono di essere tagliati fuori in questa tendenza delle società a rimandare la quotazione in borsa

May 31, 2019

Molte società attendono a lungo prima di decidere di quotarsi in borsa, ammesso che lo facciano. Ma cosa significa questo per gli investitori? Stephen Dover, Head of Equities, sostiene che il tipo di guadagni registrati da molti titoli azionari subito dopo il loro ingresso nel mercato potrebbe essere una storia del passato. In questo articolo spiega anche come la tendenza di rimandare la quotazione favorisca i gestori attivi, i quali possono investire in queste società a un tasso di crescita potenzialmente più rapido.



Gli investitori mi chiedono spesso quali siano i vantaggi offerti da un fondo comune d'investimento gestito attivamente rispetto a un fondo passivo. Alla luce delle recenti offerte pubbliche iniziali di spicco come di Uber, Lyft e Pinterest, vorrei richiamare l'attenzione sul fatto che molti fondi comuni d'investimento gestiti attivamente hanno accesso a società non ancora quotate in borsa.

Oggi molte società rimangono fuori dal mercato per periodi di tempo più lunghi prima di decidere di entrarvi - ammesso che lo facciano. Questa tendenza ha alcune implicazioni significative sia per gli investitori che per il mercato.

Tutte le società statunitensi iniziano con una gestione privata, spesso come piccole imprese familiari. Man mano che crescono, hanno spesso bisogno di capitale esterno per continuare a espandersi e alimentare la propria attività commerciale. Rimanere nel privato può rendere più difficile effettuare aumenti di capitale (ossia trovare investitori esterni). Tuttavia, la difficoltà di aumentare i capitali non è più sfidante come lo era prima.

Oggi molte società non sentono più la necessità di quotarsi su borse come la New York Stock Exchange, il NASDAQ o un'altra borsa globale per raccogliere denaro tramite un'offerta pubblica iniziale (IPO). Le società della "new economy", in particolare, riescono più facilmente a ottenere finanziamenti senza entrare nel mercato pubblico e restano quindi private più a lungo.

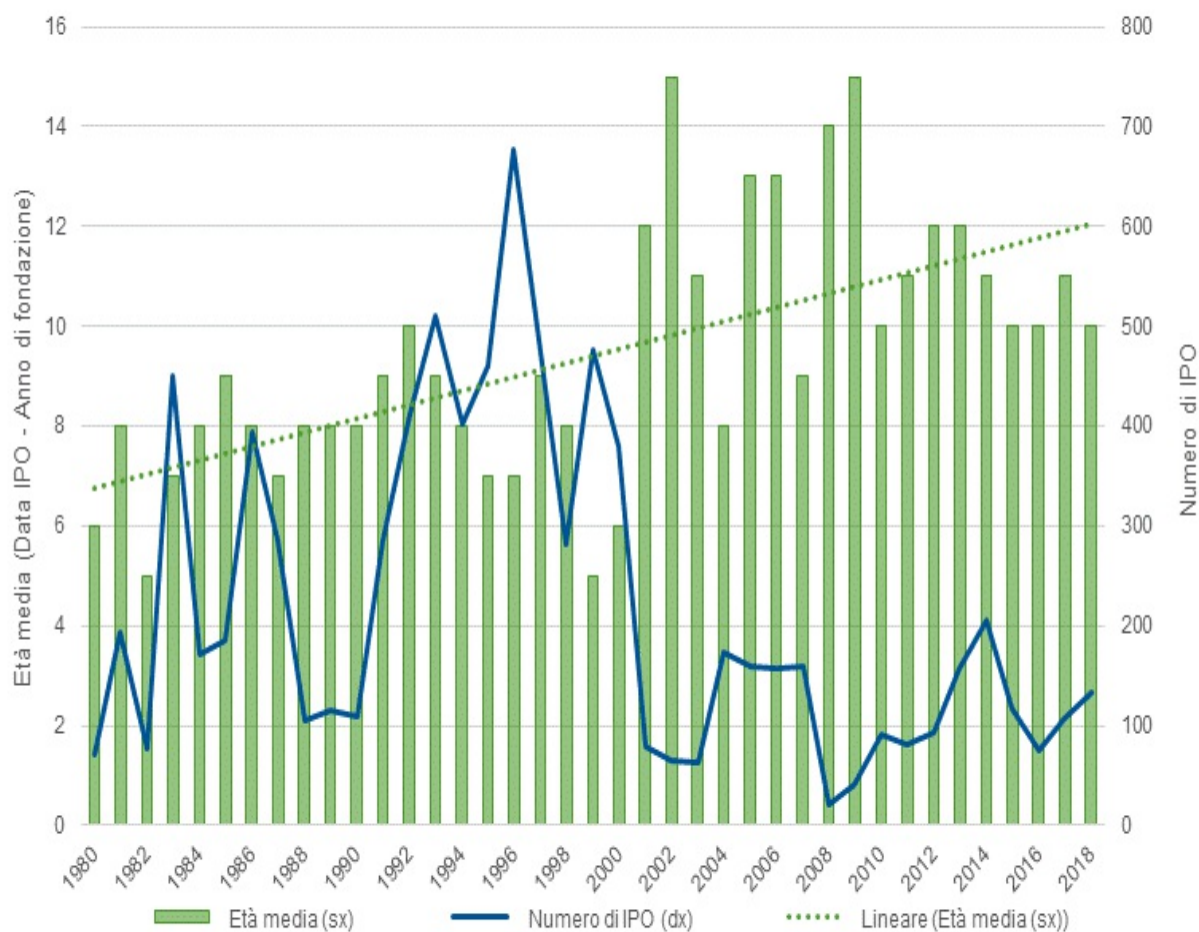
La quotazione in borsa può consentire a una società di aumentare rapidamente il capitale raccogliendolo da un vasto numero di azionisti. Ma significa anche che una società deve rispondere a quegli azionisti, attenersi a requisiti normativi più stringenti e dover spendere molto denaro per quotarsi.

Oggi molte grandi società con valutazioni oltre USD 1 miliardo (conosciute come "unicorni") sono ancora private e nei loro piani attuali non è prevista la quotazione. A decorrere dal 2018, l'età media delle società tecnologiche sostenute dal venture capital al momento dell'IPO è salita a 10,9 anni, in aumento da 7,9 anni nel 2006.[\[1\]](#)

Le IPO di queste società più mature possono incidere sulle dinamiche dei mercati.

# Numero ed età media delle IPO negli Stati Uniti

1980–2018



Fonte: University of Florida Warrington College of Business, Jay R. Ritter.

Poiché molte società oggi decidono di entrare nel mercato pubblico dopo parecchio tempo di attività, accade spesso che il maggiore apprezzamento del loro valore si verifica prima del lancio della loro IPO. In passato non era certamente insolito per le società osservare forti rialzi del prezzo delle loro azioni subito dopo la quotazione in borsa, in particolare le società tecnologiche (ricordate i giorni del boom delle dot.com degli anni '90?).

Molte società che più di recente hanno fatto il loro ingresso nel mercato pubblico non stanno registrando lo stesso tipo di apprezzamento post IPO – anche in questo caso in particolare le società tecnologiche o della “new economy”. Potremmo pertanto osservare un nuovo tipo di ciclo di forte espansione e contrazione che potrebbe rappresentare un rischio per gli investitori. Abbiamo soprannominato il ciclo rialzista prolungato in cui ci troviamo un mercato toro “poco amato” e questa dinamica di delusione post-IPO potrebbe rispecchiare proprio quel sentimento.

## Perché quotarsi?

Come spiegato, la maggior parte delle società entra nel mercato pubblico per raccogliere elevati importi di capitale. Di sicuro sono ancora molte le IPO sul mercato: Lyft, Pinterest e Uber sono esempi recenti. Tra le altre società della new economy che si quoteranno prevedibilmente in borsa quest'anno figurano la società di data-mining Palantir Technologies, la piattaforma di messaggistica Slack e la società di affitti di case Airbnb.[\[2\]](#)

Un ulteriore motivo per quotarsi riguarda i programmi di incentivazione dei dipendenti. Molte nuove società offrono ai propri dipendenti una quota di partecipazione nell'impresa a titolo di beneficio per il loro lavoro nell'azienda. L'ingresso nel mercato pubblico aiuta generalmente i loro dipendenti a liquidare le proprie azioni con più facilità. Tuttavia, oggi esistono piattaforme online come Forge Global, SharesPost ed EquityZen che consentono ai dipendenti e ad altri azionisti privati di vendere azioni di società non quotate, pertanto non è così necessario essere quotate in borsa per questo motivo.

Molte società stanno effettuando aumenti di capitale con più facilità senza la necessità di quotarsi in borsa. Anche se le società non quotate non sono redditizie, spesso gli investitori privati desiderano investire in quanto esse possono avere modelli di business nuovi con effetti dirompenti sulle industrie consolidate. Naturalmente gli investitori si aspettano che tali società finiranno per diventare redditizie.

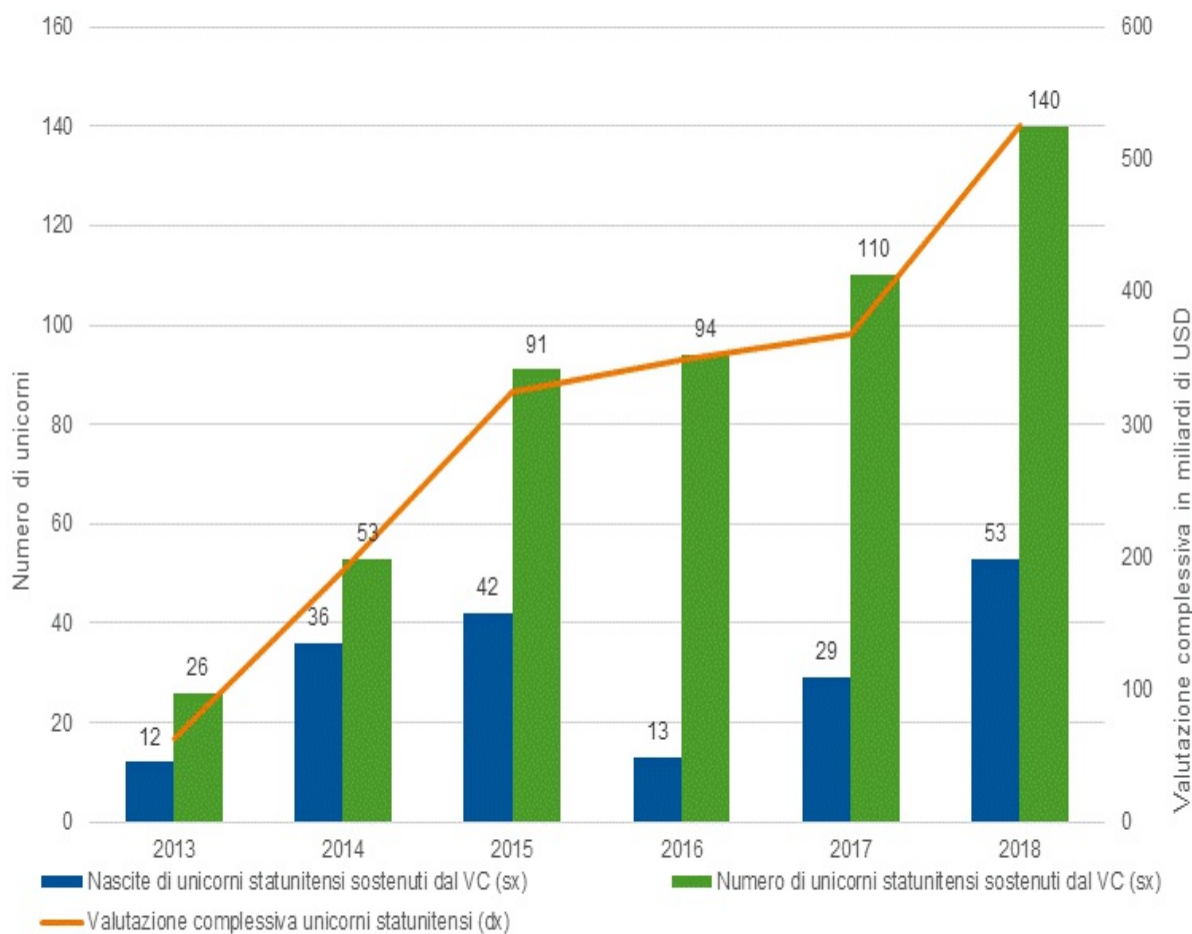
Chi sono questi investitori in società private? Comprendono i summenzionati venture capitalist, nonché investitori indipendenti, ma possono includere anche fondi comuni d'investimento. Con questi ultimi, gli investitori in fondi comuni tradizionali riescono ad accedere a queste opportunità private e a beneficiare potenzialmente della crescita delle valutazioni mentre sono ancora nel privato. Approfondirò questo aspetto un po' più avanti, ma a nostro parere anche solo questa caratteristica può indurre a prendere in seria considerazione le strategie gestite attivamente rispetto all'investimento in un veicolo passivo basato su indice.

Nell'ultimo decennio, nelle start-up è stato incanalato un elevato importo di capitali, assicurando alle società private finanziamenti con relativa facilità e consentendo loro di pensare in grande e crescere rapidamente. Nel 2018 i venture capitalist e altri investitori non tradizionali hanno investito USD 131 miliardi in società private.[\[3\]](#)

Per effetto di questa ondata di capitali, abbiamo osservato anche un incremento degli unicorni. Solo negli Stati Uniti vi sono 145 unicorni, con una valutazione complessiva di USD 556 miliardi.[\[4\]](#)

# Società private statunitensi sostenute dal venture capital con valutazione superiore a USD 1 miliardo

2013–2018



Fonte: Relazione PWC/CB Insights 2018 VC. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-capital-q4-2018/>

## Il mercato può assorbire queste IPO extra-large?

Si prevede che molti unicorni, e persino alcuni “decaicorni” (società con un valore superiore a USD 10 miliardi) si quoteranno effettivamente in borsa nel 2019. L’importo totale raccolto potrebbe raggiungere USD 80 miliardi nel 2019, il doppio della media annuale dal 1999.<sup>[5]</sup> Al contempo, poiché i mercati azionari statunitensi hanno registrato deflussi per USD 38 miliardi nel primo trimestre del 2019,<sup>[6]</sup> vi è la possibilità che queste grandi IPO incanalino un’offerta azionaria eccessiva nel mercato, pesando sulla performance post-IPO di questi titoli.

Ciò premesso, considerato che negli ultimi 15 anni le IPO non hanno superato l’1,5% del valore di mercato dell’Indice S&P 500, esse non possono creare un problema di offerta fino a quando le loro tempistiche non saranno eccessivamente ravvicinate.<sup>[7]</sup>

Questo pone anche la domanda: investire in IPO è una strategia lucrativa? Forse, o forse no. I rendimenti derivanti dalle IPO statunitensi stanno registrando una tendenza al ribasso; i titoli azionari statunitensi soggetti a IPO nel primo trimestre del 2018 hanno registrato rendimenti medi del 15% nell’anno successivo all’IPO, meno della metà della media del 34% e del 39% evidenziata rispettivamente nel 2017 e 2016.<sup>[8]</sup>

## Vantaggio della selezione attiva?

Molti fondi comuni d'investimento negli anni hanno investito in società private e sono potenzialmente destinati a trarne benefici, poiché queste società raccolgono nuovi cicli di finanziamenti a valutazioni più elevate. I fondi comuni d'investimento hanno tendenzialmente un migliore accesso alle informazioni su queste società private, in quanto acquistano in cicli di raccolta di capitale (ottenendo in tal modo accesso ai dati finanziari e ai team di gestione societari), anziché acquistare dai dipendenti di tali società.

Le società di fondi comuni d'investimento hanno inoltre processi di valutazione solidi che valutano questi investimenti non quotati utilizzando formule che incorporano valutazioni di cicli di finanziamento recenti, valutazioni rispetto a peer e tendenze e outlook per tali società. In questo modo gli investitori in fondi comuni d'investimento ottengono un portafoglio con valutazioni accurate, persino per le partecipazioni non quotate.

Alle società pre-IPO piace avere investitori di lungo termine per questo spesso offrono le azioni a società di fondi comuni d'investimento che tendono ad assumere posizioni di lungo termine. Questa prassi offre agli investitori in fondi comuni un potenziale accesso anticipato e pre-IPO a società orientate alla crescita e consente alla società pre-IPO di avere una base di investitori stabile.

Nel complesso, riteniamo che acquisire accesso alle società pre-IPO costituisca un argomento sempre più convincente a favore dell'investimento tramite strategie gestite attivamente.

### **Informazioni Legali Importanti**

*Questo commento rispecchia l'analisi e le opinioni dell'autore al 16 maggio 2019 e può differire dalle opinioni di altri gestori di portafoglio, team o piattaforme d'investimento di Franklin Templeton. Poiché le condizioni economiche e di mercato sono soggette a rapidi cambiamenti, l'analisi e le opinioni riportate sono valide solo al 16 maggio 2019 e possono cambiare senza preavviso. Quanto citato è stato ottenuto da fonti considerate affidabili, ma non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia in merito alla relativa completezza o accuratezza.*

*Il presente materiale è d'interesse puramente generale e non deve essere interpretato come una consulenza d'investimento personale o una raccomandazione o sollecitazione di acquisto, vendita o detenzione di un titolo o adozione di una strategia d'investimento. Non costituisce una consulenza legale o fiscale.*

*Le società e i case study citati in questo numero sono utilizzati a scopo puramente illustrativo; al momento non sono necessariamente tenuti investimenti da alcun portafoglio cui Franklin Templeton Investments fornisce consulenza. Le opinioni espresse intendono unicamente fornire informazioni sul modo in cui i titoli sono analizzati. Le informazioni fornite non costituiscono una raccomandazione o una consulenza finanziaria individuale per un titolo, una strategia o un prodotto d'investimento particolare e non costituiscono un'indicazione delle intenzioni di negoziazione di alcun portafoglio gestito da Franklin Templeton. La presente descrizione non costituisce un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi a un settore, un titolo o un investimento e non deve essere considerata come una raccomandazione d'investimento. Intende fornire una visione del processo di selezione del portafoglio e di ricerca. Quanto citato è stato ottenuto da fonti considerate affidabili, ma non è stato verificato in modo indipendente per quanto concerne la completezza o accuratezza. Queste opinioni non devono essere considerate come una consulenza in materia di investimenti o un'offerta di un particolare titolo. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.*

*Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente.*

### **Quali sono i rischi?**

**Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento.** I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle minori dimensioni dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità. Gli investimenti in industrie in rapida crescita, quali il settore tecnologico (storicamente volatile), possono determinare fluttuazioni dei prezzi più elevate, soprattutto nel breve termine, a causa della rapidità dei cambiamenti e dello sviluppo dei prodotti, nonché dei regolamenti governativi delle società che privilegiano i progressi scientifici o tecnologici o un'approvazione regolamentare per nuovi farmaci e strumenti medici.

---

[1] Fonte: Pitchbook Private Market Playbook, primo trimestre 2019.

[2] Fonte: The Wall Street Journal, "Magical thinking about unicorn IPOs", 26 marzo 2019

[3] Fonte: Pitchbook Private Market Playbook, primo trimestre 2019.

[4] Fonti: Techcrunch, "Unicorns aren't special anymore", Nov 16, 2018; Pitchbook, 30 settembre 2018.

[5] Fonte: Goldman Sachs, novembre 2019. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.

[6] Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg, "Lyft Leads Pack of \$50 Billion Planned IPOs as 'Decacorns' Gallop to Market", 29 marzo 2019.

[7] Fonti: Renaissance Capital; Bloomberg, "Unicorns Everywhere Spread Fear of an End to the Bull Market," 28 marzo 2019.

[8] Fonte: Bloomberg, 16 aprile 2019. Rendimento medio per IPO statunitensi con volume di emissioni superiore a USD 50 mln. Le performance passate non sono un indicatore o una garanzia dei risultati futuri.