



*Dipartimento di:*  
**Impresa e Management**

*Cattedra:*  
**Finanza Aziendale**

**IL MERCATO AIM ITALIA PER LE PMI. IL SUCCESSO DI PIQUADRO  
S.P.A.**

RELATORE:  
**Prof.re Raffaele Oriani**

CANDIDATA:  
**Arianna Antonacci**  
**Matricola 176291**

Anno accademico:  
2014/2015



## *INDICE GENERALE*

INTRODUZIONE

### **CAPITOLO 1: LA FINANZA PER LO SVILUPPO DELLE PMI**

1.1 QUADRO GENERALE DEL SISTEMA INDUSTRIALE ITALIANO .....	8
1.2 LA DETERMINAZIONE DEL FABBISOGNO FINANZIARIO DELL'IMPRESA.....	12
1.3 CAPITALE DI RISCHIO E CAPITALE DI DEBITO: VANTAGGI E SVANTAGGI .....	18
1.4 ACCENNI ALL'EVOLUZIONE DI BORSA ITALIANA S.P.A. A PARTIRE DAGLI ANNI NOVANTA: NUOVE POSSIBILITÀ DI SVILUPPO PER LE PMI .....	21

### **CAPITOLO 2 : LA QUOTAZIONE PER LE PMI . DAL MERCATO EXPANDI AD AIM ITALIA**

2.1 IL MERCATO AZIONARIO: LE IPO SUI MERCATI MTF .....	25
2.2 MOTIVAZIONI DELLA QUOTAZIONE: VANTAGGI E SVANTAGGI .....	28
2.3 IL MERCATO DI QUOTAZIONE DEDICATO ALLE PMI: IL MERCATO EXPANDI E AIM ITALIA .....	37
2.4 I REQUISITI DI ACCESSO E PERMANENZA NEL MERCATO AIM ITALIA .....	44
2.5 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: LE FASI DI <i>DUE DILIGENCE</i> E LA PREDISPOSIZIONE DELLA DOCUMENTAZIONE D'OFFERTA .....	48
2.6 I COSTI DELLA QUOTAZIONE.....	54

### **CAPITOLO 3: IL CASO DI PIQUADRO S.P.A.. DAIMPRESA FAMILIARE A LEADER MULTINAZIONALE GRAZIE ALLA QUOTAZIONE SUL MERCATO AIM ITALIA.**

3.1 ACCENNI ALLA STORIA ED ALLA FILOSOFIA DELL'AZIENDA .....	57
--	----

3.2 STRUTTURA PROPRIETARIA E DI CONTROLLO .....	59
3.3 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE SUL MERCATO AIM ITALIA.....	62
3.3.1 <i>Over Allotment e Opzione Greenshoe</i> .....	64
3.3.2 <i>L'Intervallo di Prezzo ed il Prezzo di Offerta</i> .....	65
3.4 RISULTATI DEL BILANCIO CONSOLIDATO DEL GRUPPO PER L'ESERCIZIO FISCALE 2014/2015 E PIANO DI STOCK OPTION 2012-2017.....	69

*Conclusion*

*Bibliografia*

## Introduzione

---

Il sistema industriale italiano, come è ben noto, è caratterizzato da una massiccia presenza di piccole e medie imprese (di seguito *PMI*), la cui struttura finanziaria si orienta principalmente verso il reperimento di risorse finanziarie direttamente dal sistema bancario. Entrambe tali peculiarità del tessuto imprenditoriale italiano hanno comportato una maggiore sensibilizzazione da parte di Borsa Italiana S.p.a. circa i maggiori limiti del mercato finanziario italiano rispetto ai mercati esteri. Difatti, l'evoluzione dimensionale dei mercati e il continuo perfezionamento delle più avanzate tecnologie hanno fatto sì che, per la maggior parte delle imprese italiane, lo sviluppo non rappresenti più un'opzione ma un obbligo. In tema di sostenibilità del finanziamento con capitale di rischio, Borsa Italiana si è trovata quindi impegnata a ridisegnare i propri mercati per un'offerta ancora più integrata ed efficiente in base alle necessità delle piccole e medie imprese italiane, e non solo. Infatti, in un contesto competitivo e in continua internazionalizzazione come quello odierno, il ricorso all'indebitamento bancario rappresenta certamente un freno per la crescita dell'impresa poiché senza rischi eccessivi e di, più o meno, facile disponibilità.<sup>1</sup> L'inasprirsi della concorrenza internazionale sui maggiori mercati di riferimento comporta, inoltre, la mancanza di una grande forza contrattuale delle imprese minori anche nei maggiori canali di distribuzione. Necessariamente, quindi, tali situazioni devono essere un campanello d'allarme per l'intero sistema Paese, poiché il rischio che il nostro Bel Paese rimanga caratterizzato da una "spina dorsale" non idonea a sopportare tutto il peso della competizione internazionale è molto alto. E' fondamentale quindi comprendere come le imprese italiane, che sono da sempre il vero motore dell'economia del nostro Paese, debbano obbligatoriamente raggiungere quella *dimensione ottima minima* superiore a quella attuale e, certamente, sviluppare un mercato del capitale di rischio adatto a soddisfare le loro esigenze (poter ricorrere a strumenti idonei a finanziare la loro crescita anche tramite ricorso al capitale esterno, alternativo a quello bancario) diventa non più una possibilità ma una necessità.

---

<sup>1</sup> L. Parrini, *Il mercato Expandi. La quotazione in Borsa per le Pmi*, IPSOA, 2006

Attualmente, poi, si è sempre più spesso spettatori della nascita di nuove piccole e medie imprese a carattere prettamente familiare, naturale conseguenza di una diffusa imprenditorialità nazionale. In situazioni tali, si assiste ad una vera e propria volontaria sovrapposizione tra il ruolo dell'impresa vera e propria e la famiglia dell'imprenditore, riflettendosi però sia dal punto di vista della gestione del controllo azionario sia dal punto di vista della gestione strategica ed operativa. Tale chiusura "culturale" comporta una maggiore resistenza sul capitale azionario da parte dell'impresa, nel senso che la famiglia-impresa tende a mantenere la proprietà nell'ambito del gruppo parentale, evitando quindi qualsiasi condivisione del potere decisionale. Tutto ciò, a lungo andare, impatta ovviamente sulla disponibilità delle piccole imprese ad allargare la propria compagine societaria e quindi la relativa struttura finanziaria, rifiutandosi di rivolgersi al mercato del capitale di rischio per reperire risorse da investitori terzi.

D'altro canto poi, vi è il tema del cosiddetto "ricambio generazionale", tratto caratteristico di questo tipo di imprese: con riguardo al reperimento di adeguate risorse manageriali, è da sottolineare come, sempre con più frequenza, vengano tramandate le conoscenze imprenditoriali direttamente di padre in figlio, senza tener conto delle effettive capacità degli eredi, andando ad indebolire quindi tutto il sistema del processo decisionale e compromettendo altresì l'intero successo del business.

Per questi motivi appena elencati, Borsa Italiana ha sentito la necessità di istituire, nel Dicembre 2003, il mercato Expandi, con l'intenzione di fornire anche alle imprese italiane un modello simile a quello adottato dai principali mercati europei rivali. Tramite Expandi, oggi divenuto AIM Italia, ci si proponeva infatti di replicare i successi delle *small and mid cap* nelle maggiori Borse internazionali, sviluppando quindi un mercato in cui le imprese dipendevano da regole tutt'altro che restrittive ed in cui era più frequente e veloce l'incontro con gli investitori internazionali (sia italiani che esteri).<sup>2</sup> Grazie alla fortificazione della struttura di Borsa Italiana, già nel 2005 sui segmenti dedicati alle PMI (STAR per le medie imprese, Expandi per le piccole) si erano registrate ben 13 nuove offerte. La velocità di sviluppo dell'accesso al mercato dei capitali ha, di fatto, registrato scambi in continua crescita, e un continuo interesse da

---

<sup>2</sup> F. Ferragina, *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese, Contabilità, finanza e controllo*, Kon, 2007, pp. 525-531

parte degli investitori individuali ed istituzionali. Naturalmente, il successo dell'ampliamento del mercato finanziario è stato accelerato anche dalla privatizzazione della Borsa e dalla semplificazione delle procedure di ammissione, così come dalle maggiori garanzie per gli investitori.

La quotazione, quindi, non è solamente un'alternativa al capitale di debito come metodo di finanziamento, ma assume decisamente *rilevanza strategica* in termini di *going public*, ovvero in un'ottica di intraprendere un processo di riorganizzazione dell'assetto proprietario e soprattutto di modificare i rapporti con i numerosi stakeholder (sia interni che esterni) interessati nel finanziamento dell'impresa.

## Capitolo 1

---

### La finanza per lo sviluppo delle PMI

#### 1.1 Quadro generale del sistema industriale italiano

Il sistema industriale italiano è caratterizzato da una notevole presenza di piccole e medie imprese (di seguito “PMI”), che operano per lo più in settori tradizionali. La peculiarità del sistema imprenditoriale italiano ha fatto sì che, con il tempo, si sia dibattuto molto sul tema delle modificazioni nell’ampiezza dei mercati finanziari e nella modalità di concorrenza con gli altri Paesi europei. Difatti, per le piccole medie imprese italiane, si è ritenuto fondamentale alzare la soglia dimensionale di sopravvivenza, per poter competere con le altre potenze europee tramite il cosiddetto “salto dimensionale”.<sup>3</sup>

Il presente elaborato si pone come obiettivo quello di approfondire i temi relativi al già citato “salto dimensionale” in termini di opportunità e sviluppo tramite il reperimento di risorse finanziarie. In altre parole, si pone il problema di dover definire i limiti entro i quali le piccole imprese riescano a svilupparsi esclusivamente tramite risorse prodotte al loro interno oppure tramite risorse reperibili all’esterno.

Come già accennato, il sistema produttivo italiano è strettamente specializzato, anche a causa della presenza di economie/diseconomie di scala che differiscono sostanzialmente rispetto al settore di cui si sta parlando.<sup>4</sup>

Per poter classificare una piccola e media impresa si rende necessaria una sintesi su alcuni elementi peculiari. In particolare, nel definire una PMI, ci avvaliamo di un ben noto parametro quantitativo: il numero di addetti impiegati nelle singole imprese. Grazie a questo parametro è possibile classificare un’impresa come piccola, media o grande. Dalla tabella 1.1 emerge chiaramente la prevalenza di imprese a dimensioni ridotte che hanno un ruolo rilevante in termini di livello occupazionale. Dalla definizione delle PMI stabilita dall’Unione Europea<sup>5</sup> e recepita dal Ministero delle

---

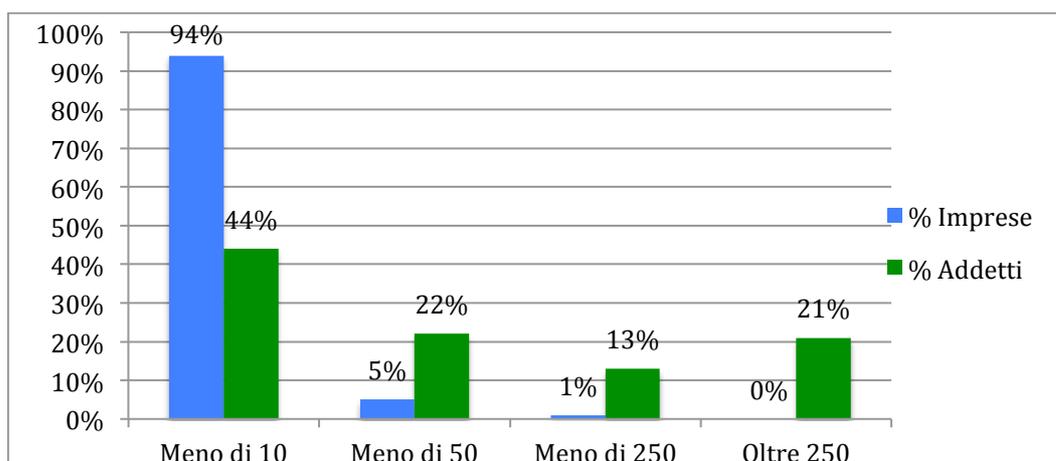
<sup>3</sup> A. Dessy et al., *Le piccole e medie imprese ed il capitale di rischio*, EGEA, Milano, 1989

<sup>4</sup> A. Dessy et al., *Capitale di rischio e sviluppo d’impresa*, EGEA, Milano, 2001

<sup>5</sup> Cfr. Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, pubblicata in GUUE serie L n. 124 del 20 maggio 2003

Attività Produttive, si evince che le microimprese (meno di 10 occupati) e le piccole imprese (meno di 50 occupati) rappresentano ben il 99% del totale delle imprese italiane<sup>6</sup>. In particolare, se aggiungiamo anche le medie imprese, ossia quelle con meno di 250 occupati, la situazione imprenditoriale italiana ci suggerisce che le grandi imprese non raggiungono neanche il punto percentuale<sup>7</sup>.

**Figura 1.1.1 Distribuzione per classi di addetti delle imprese italiane e degli addetti complessivi**  
[Fonte: Elaborazione su dati Istat, Censimento 2011]



Quando si parla di PMI si fa usualmente ricorso alla definizione adottata dalla Comunità Europea e accettata fedelmente anche dalla legislazione italiana per quanto riguarda eventuali agevolazioni fiscali e pubbliche. Secondo tale definizione, per poter classificare un'impresa come appartenente alla categoria delle piccole e medie imprese, si devono utilizzare i seguenti parametri:

- Il numero dei dipendenti;
- Il fatturato;
- Il valore dell'attivo patrimoniale;
- Il requisito dell'indipendenza economica.<sup>8</sup>

Per quanto riguarda i primi tre parametri, sono stati individuati i seguenti limiti (figura 1.1.2):

<sup>6</sup> L. Parrini, *op. cit.*

<sup>7</sup> L. Parrini, *op. cit.*

<sup>8</sup> L. Peyrano, *Il mercato di borsa per le Pmi: AIM Italia. Il nuovo mercato per fare impresa. Nuovi strumenti finanziari a supporto delle piccole e medie imprese*, Il Sole 24Ore, Milano, 2009

Figura 1.1.2 I limiti individuati per la determinazione dell'appartenenza alla categoria delle PMI

Tipo	Occupati		Fatturato (Milioni di €)		Totale di bilancio (Milioni di €)
Media impresa	< 250	e	≤ 50	oppure	≤ 43
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10	oppure	≤ 10
Micro impresa	< 10	e	≤ 2	oppure	≤ 2

Per poter classificare un'impresa come appartenente a una di queste tre categorie, è dapprima necessario, ed obbligatorio, verificare se venga rispettato o meno il requisito del numero dei dipendenti. Solo successivamente si può passare alla verifica degli altri due requisiti di appartenenza e attestare che almeno uno dei due sia rispettato.

Al contrario, se si vuole fare un'analisi riguardo alle medie imprese, è necessario soffermare l'attenzione sul tipo di settore che più le interessa. In Italia, in particolare, le medie imprese occupano una posizione di rilievo nei settori tipici del *made in Italy*, quali il tessile, la meccanica e l'elettronica. La localizzazione di queste imprese si concentra maggiormente nel centro-nord Italia (*figura 1.1.3*).

Figura 1.1.3 Localizzazione delle medie imprese in Italia nel 2008 [Fonte: Mediobanca, *Le medie imprese industriali italiane 2002-2011*, Milano 2011]



Naturalmente, queste imprese rappresentano una peculiare ricchezza per il sistema industriale italiano e apportano a quest'ultimo un determinato valore aggiunto. E' necessario comprendere che le PMI italiane rappresentano una realtà estremamente eterogenea e vitale, il cui sviluppo è strettamente vincolato alla crescita dell'intero sistema paese<sup>9</sup>. Negli ultimi anni, tuttavia, l'inasprirsi della crisi economica e l'internazionalizzazione dei mercati finanziari, causati in gran parte dalla nazionalizzazione delle banche e delle assicurazioni, hanno portato inevitabilmente alla contrazione dell'erogazione dei prestiti anche alle imprese più affidabili, rendendo sempre più arduo il processo di erogazione dei fondi bancari.

Di conseguenza, il sistema imprenditoriale italiano ha cominciato a conoscere i propri limiti, dal momento in cui il prestito bancario come prima fonte di approvvigionamento di risorse finanziarie non risultava ormai più sufficiente.

Rispetto agli altri Paesi, l'Italia presenta inoltre una struttura produttiva molto frammentata, con una dimensione media delle imprese pari a circa 4 dipendenti, contro i 7 dipendenti della Francia e i 12 della Germania<sup>10</sup>.

Il nostro Paese è quindi caratterizzato da alcune peculiarità rilevanti che possono essere riassunte in cinque punti principali:

- 1) La struttura produttiva italiana risulta essere molto frammentata e la dimensione media delle imprese italiane è inferiore a quella delle imprese estere;
- 2) Oltre il 90% delle PMI italiane è rappresentato da imprese a controllo prevalentemente familiare;
- 3) Le imprese italiane presentano un alto livello di indebitamento, prevalentemente a breve periodo, con una struttura finanziaria poco equilibrata; in particolare, il patrimonio dell'impresa e quello della famiglia interagiscono tra loro, con la copertura di buona parte del credito dai soci stessi (rapporto triangolare impresa-banca-famiglia)
- 4) La presenza del settore pubblico è ancora molto rilevante.

---

<sup>9</sup> L. Peyrano, *op. cit.*

<sup>10</sup> Banca d'Italia, *Relazione annuale. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*, 2007.

5) Poche imprese sono quotate sul mercato azionario, con la maggioranza di queste controllate dai grandi gruppi industriali italiani o dal Ministero del Tesoro (per le imprese pubbliche).<sup>11</sup>

## **1.2 La determinazione del fabbisogno finanziario dell'impresa**

Ogni impresa, per sopravvivere a lungo, ha naturalmente necessità di reperire risorse finanziarie, ed è evidente che questo bisogno muta a seconda della fase di vita dell'azienda stessa. Possiamo sicuramente affermare che il fabbisogno nella fase di nascita non è lo stesso di quello nella fase di piena attività.

Molto sinteticamente, si possono elencare i vari "stadi" del fabbisogno delle piccole e medie imprese nelle varie fasi della loro attività.

Come cita Alberto Dessy<sup>12</sup>, i motivi per cui una piccola media impresa italiana possa aver necessità di un fabbisogno finanziario nella prima fase di attività sono molteplici, ma si rende necessario elencarne i principali quattro:

- Investimenti finalizzati a mettere a punto il progetto;
- Investimenti strutturali, finalizzati a predisporre la capacità produttiva e l'operatività delle altre funzioni aziendali (commerciale, amministrativa e così via);
- Investimenti in capitale circolante per sostenere l'avvio dell'attività;
- Investimenti aggiuntivi necessari per supportare il successivo sviluppo.

Il primo tipo di investimento ha natura immateriale perciò riguarda principalmente investimenti in ricerca e sviluppo, analisi di mercato, selezione del management, pianificazione e così via. Il secondo tipo di investimento riguarda perlopiù investimenti materiali in immobili, impianti e macchinari. Infine, il terzo tipo di investimento concerne il capitale circolante netto (rappresentato dalle scorte di magazzino alle quali vengono sommati i crediti verso i clienti, al netto dei debiti verso i fornitori), fondamentale per l'avvio dell'attività nella prima fase di vita dell'azienda.

---

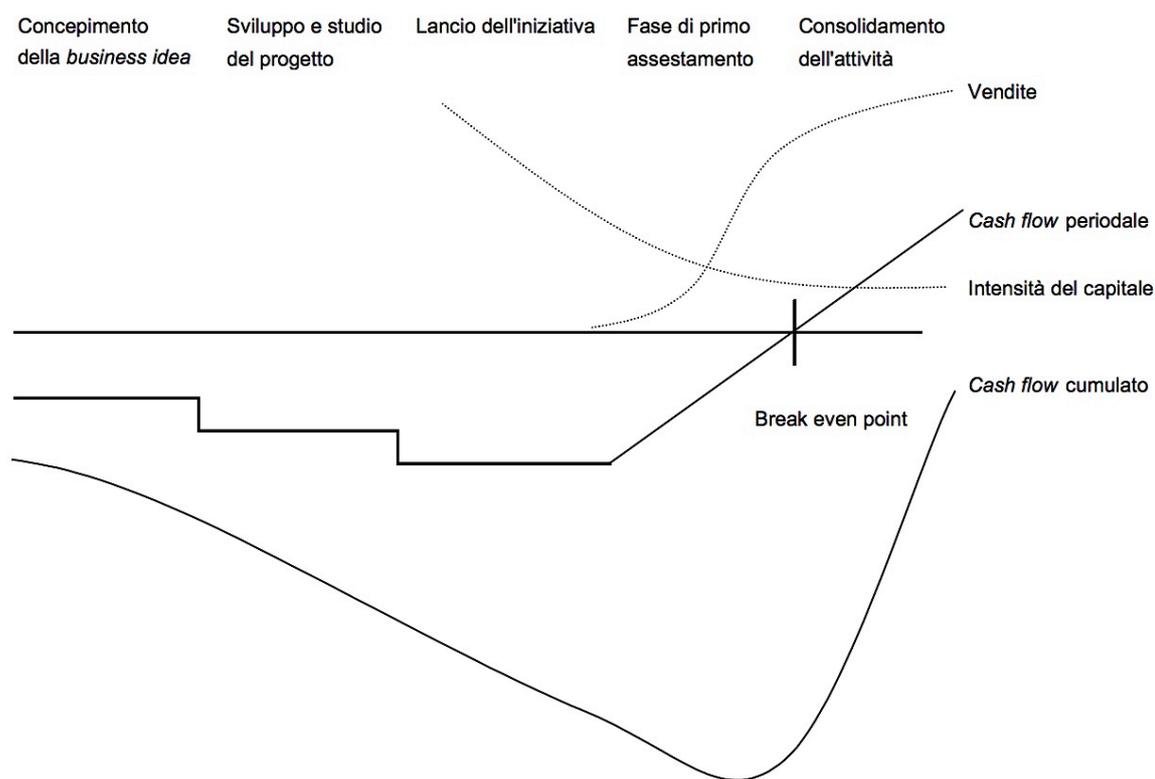
<sup>11</sup> L. Perrini, *op. cit.*

<sup>12</sup> A. Dessy et al., *op. cit.*

La tavola 1.2.1 rappresenta lo schema tipico del cash flow periodale riguardo al profilo finanziario della nuova impresa. Come si vede dal grafico fin dall'inizio il cash flow è negativo, dimostrato dal fatto che le vendite ancora non sono cominciate.

Successivamente, il cash flow comincia a crescere nel momento in cui parallelamente l'azienda comincia a vendere i suoi beni/servizi fino al raggiungimento del break even point (valore che indica la quantità di prodotto venduto, espressa in volumi di produzione o fatturato, necessaria a coprire i costi precedentemente sostenuti), per chiudere il periodo di riferimento senza profitti né perdite.

Dopodiché il cash flow cumulato periodale continua, di norma, ad essere positivo fin quando l'azienda riesce a vendere un volume sostenuto dei suoi prodotti.



**Figura 1.2.1** Evoluzione del profilo finanziario della nuova impresa

Avendo esaminato brevemente l'evoluzione del fabbisogno finanziario dell'impresa nella fase precedente e successiva alla nascita della *business idea*,

possiamo ora osservare come tali scelte quali-quantitative possano influenzare la struttura finanziaria ottimale che l'azienda decide di raggiungere.

Per poter affrontare questo argomento, è necessario innanzitutto descrivere la situazione tipica in cui si trovano ad essere protagoniste le nuove imprese italiane e, in particolare, quelle piccole e medie. A riguardo, possiamo elencare due connotati tipici di questo scenario:

- L'assenza di una storia;
- L'incertezza e la variabilità delle decisioni.

Per quanto riguarda il primo connotato è evidente come le piccole e medie imprese italiane si trovino ad affrontare una situazione in cui la mancanza della storia pesa molto, basti pensare al rapporto che queste hanno con l'intero sistema bancario.

Quest'ultimo infatti è molto più prudente, rispetto al passato, nel concedere fidi a tali nuove aziende e se lo fa utilizza strumenti quale lo sconto, basato molto sull'affidabilità dell'acquirente piuttosto che quella del venditore-nuova impresa.

Nel caso del secondo connotato invece, l'incertezza delle decisioni aziendali è legata ad una situazione di inaffidabilità dell'azienda stessa nella sua prima fase di vita. Questo si riscontra sia nelle scelte interne (scelta degli immobili e tempi e costi connessi alla loro costruzione, installazione degli impianti, reclutamento del management e così via), sia - e forse in maggior misura - nelle scelte esterne che riguardano il tema del soddisfacimento del cliente, i rapporti con i concorrenti e tutte le politiche di marketing e relazioni esterne (con fornitori e clienti) che ne conseguono.

Quindi, si può affermare che il fabbisogno finanziario di un'impresa appena costituita è inevitabilmente correlato ad aspetti di natura sia storica che strutturale, con la conseguenza che una struttura finanziaria ottimale comune a tutte le fasi (concepimento, sviluppo e studio, lancio dell'iniziativa) non esiste.

Per tornare al tema dell'autofinanziamento, un interessante considerazione riguarda l'identificazione del tasso di sviluppo che l'impresa riesce a sostenere in modo autonomo, cioè senza ricorrere al capitale di rischio. A tal proposito è necessario specificare che tale tasso in realtà corrisponde al tasso di crescita del capitale netto.

Perciò, partendo dalla nota equazione utilizzata in finanza aziendale che aiuta a comprendere l'effetto di leva finanziaria - ovvero le relazioni intercorrenti tra il ROE

(rapporto tra utile netto e mezzi propri) e il ROI (rapporto tra reddito operativo e capitale investito) – in ipotesi di costanza del rapporto di indebitamento, il tasso di crescita del capitale netto può essere individuato tramite la seguente relazione:

$$s = \left[ \frac{RO}{CI} + \left( \frac{RO}{CI} - i \right) \frac{D}{Cn} \right] (1 - t)(1 - d) \quad [1.2.2]$$

dove:

$s$  = tasso di sviluppo del capitale netto = tasso di sviluppo dell'impresa

$RO$  = Reddito operativo

$CI$  = Capitale investito

$D$  = Ammontare dei debiti

$Cn$  = Capitale netto

$i$  = tasso di interesse passivo

$t$  = aliquota fiscale corrente

$d$  = tasso di distribuzione dell'utile netto

Infatti, dalla nota equazione della *leva finanziaria (leverage)* si evince chiaramente un effetto positivo sul valore dell'impresa all'aumentare del debito. Tramite l'effetto-leva determinato dallo scudo fiscale degli interessi passivi, la ricchezza degli azionisti aumenta di conseguenza, sotto la condizione, però, che il *ROI* (il rendimento degli azionisti) sia maggiore del *costo del capitale di terzi* (tasso di interesse passivo  $i$ )<sup>13</sup>.

Un'interessante elaborazione è stata inoltre svolta dal Mottura<sup>14</sup>, il quale propone una versione più semplice dell'equazione [1.2.2]. L'obiettivo di questa seconda versione è quello di stabilire se il tasso di autofinanziamento sia sufficiente a consentire un determinato tasso di sviluppo, inteso in termini di fatturato, prescindendo quindi

---

<sup>13</sup> L. Perrini, *op. cit.*

<sup>14</sup> P. Mottura, *Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d'impresa, Finanza Marketing e Produzione*, n.1, 1987

dalle modalità di copertura/impiego dell'eventuale deficit/eccedenza riscontrato in proposito<sup>15</sup>.

Secondo tale modello semplificato:

$$\frac{CI}{V} \times TSV \cong TAV \quad [1.2.3]$$

dove:

$CI$  = Capitale Investito

$V$  = Fatturato

$TSV$  = Tasso di sviluppo delle vendite

$TAV$  = Tasso di autofinanziamento su fatturato ( $A/V$ )

Tramite la [1.2.3], si può pervenire a diversi risultati che possono essere sintetizzati come segue.

Nel caso in cui il primo e il secondo membro dell'equazione sopra si eguagliano, il tasso di sviluppo dell'impresa risulterà sufficiente per la copertura della quantità di risorse finanziarie prodotte tramite l'autofinanziamento. In casi del genere, ovviamente, non si verificano mai eccedenze o deficit di natura finanziaria e il saggio  $TSV$  sarà naturalmente il tasso di sviluppo sostenibile autonomamente dall'impresa.

Il secondo caso che può verificarsi è quello in cui il primo membro dell'equazione [1.2.3] risulti minore del secondo. In questa eventualità le risorse finanziarie che derivano dall'autofinanziamento risultano più che sufficienti ad alimentare lo sviluppo dell'impresa. Perciò, la naturale conseguenza di questo secondo fenomeno è il formarsi di un avanzo di risorse finanziarie che possono essere impiegato in ulteriori modi come, ad esempio, nell'ulteriore accelerazione del tasso di crescita dell'azienda o nella distribuzione di dividendi agli azionisti.

Terzo, ed ultimo caso, è quello in cui il primo membro della relazione risulta essere maggiore del secondo. In casi simili, le risorse derivanti dall'autofinanziamento non riescono a sostenere l'intera crescita dell'impresa, che dovrà pertanto rallentare il

---

<sup>15</sup> A. Dessy, *op. cit.*

tasso di sviluppo. Ovviamente, per poter cercare di limitare questo rallentamento del tasso di crescita, l'impresa può sicuramente agire su altri fattori quali la minore distribuzione dei dividendi, al fine di incrementare l'autofinanziamento, oppure, verosimilmente, tramite la raccolta di risorse finanziarie all'esterno sotto forma sia di debito che di capitale di rischio.

Come è ben noto, un'impresa può reperire risorse finanziarie sia tramite capitale di debito sia tramite capitale di rischio. Tuttavia, il ricorso al capitale di debito presenta numerosi limiti quali, ad esempio, l'elevata rischiosità dell'indebitamento e la naturale rigidità finanziaria connessa a tale operazione.

Viceversa, il ricorso al capitale di rischio, e quindi ad incrementi di capitale tramite il ricorso al mercato finanziario, ha la capacità di svolgere un'azione di "volano" e di ricorrere al credito anche in periodi successivi, favorendo naturalmente una maggiore elasticità finanziaria. Il ricorso al capitale di rischio è ben espresso dalla relazione proposta dal Brunetti<sup>16</sup>, il quale propone un modello in cui compare il tasso di sviluppo dell'impresa, inteso in termini di crescita dell'attivo netto, considerando l'autofinanziamento, la raccolta di risorse esterne a titolo di capitale di rischio, e la variazione del rapporto di indebitamento. Il tutto è espresso tramite la seguente relazione:

$$\frac{\Delta An}{An} = \frac{A \times ri}{An} + \frac{\Delta Cn \times ri}{An} + \frac{\Delta ri + Cnf}{An} \quad [1.2.4]$$

dove:

$An$  = attivo netto

$A$  = autofinanziamento

$Cn$  = capitale netto

$Cnf$  = capitale netto finale

$Ri = An / Cn$  = rapporto di indebitamento

---

<sup>16</sup> G. Brunetti, *Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile*, Banche e Banchieri, 1983.

Dalla relazione [1.2.4] si intuisce che il tasso di crescita totale dell'attivo netto è il risultato della somma di tre addendi:

- il saggio di variazione dell'attivo netto consentito dall'autofinanziamento A;
- il saggio di variazione dell'attivo netto consentito dalle variazioni extra gestionali di capitale netto (conferimenti, aumenti di capitale etc.);
- il saggio di variazione dell'attivo netto ottenibile modificando il tasso di indebitamento.

La relazione indica in modo disaggregato tutti gli effetti causati dall'autofinanziamento, dagli incrementi di capitale e dalle variazioni del rapporto di indebitamento. Si può notare facilmente come gli ultimi due citati elementi incidano due volte: il primo agisce direttamente, grazie a quelle risorse che rimangono all'interno dell'impresa come capitale proprio; il secondo, invece, agisce indirettamente come conseguenza dell'incremento dei debiti che l'impresa può contrarre in base alle nuove dimensioni del capitale netto.

### **1.3 Capitale di rischio e capitale di debito: vantaggi e svantaggi**

Come accade in tutte le imprese, anche nelle PMI italiane che sono in crescita, la struttura finanziaria e le scelte di politica finanziaria che ne susseguono sono naturalmente connesse al periodo di sviluppo in cui esse si collocano. Poiché una piccola o media impresa in crescita ha bisogno, nella prima fase dello sviluppo e successivamente, di reperire fondi esterni, sempre secondo l'ottica della massimizzazione del valore economico creato, diventa di fondamentale importanza la struttura di partenza del passivo<sup>17</sup>.

Precedentemente, si sono analizzate le diverse situazioni in cui l'impresa si trova ad operare quando si parla di autofinanziamento. In particolare, nel terzo ed ultimo caso elencato nel paragrafo precedente, l'impresa necessita di ulteriori risorse finanziarie per poter continuare a sostenere un alto tasso di sviluppo. Situazioni di squilibrio tali, in cui il primo membro della [1.2.3] risulta largamente maggiore del secondo membro, sono molto più frequenti quanto più l'oggetto della discussione passa dall'essere un'impresa

---

<sup>17</sup> L. Perrini, *op. cit.*

caratterizzata da una scarsa tendenza alla crescita a quella dotata di notevoli potenzialità di sviluppo. Presso queste ultime, infatti, le potenzialità di sviluppo risultano molto più accentuate anche dagli innumerevoli investimenti di tipo immateriale, quali quelli in ricerca e sviluppo ma anche quelli di natura più strettamente commerciale.

D'altronde, l'attenzione rivolta da studiosi e operatori del settore al tema in questione per le piccole e medie imprese, non è del tutto casuale: infatti, il loro studio si è concentrato sulle difficoltà che, negli ultimi anni, hanno dovuto incontrare queste imprese quando si parla di tassi di autofinanziamento sufficienti o meno a sostenere un determinato livello di sviluppo e crescita interna, senza dover ricorrere a fonti esterne.

Guardando al passato, non sono poche quelle piccole e medie aziende che hanno sostenuto, con ottimi risultati, dei tassi di sviluppo molto elevati fino a raggiungere dimensioni maggiori di quelle di partenza, senza dover necessariamente ricorrere a finanziamenti esterni quali, per citarne uno, il capitale di rischio. Pertanto, per questo tipo di imprese, se ne deduce che il loro tasso di autofinanziamento sia risultato nel tempo sufficiente a sostenere la crescita dimensionale.

A partire dagli anni '70, però, sono cominciate a mancare delle condizioni favorevoli per le PMI. Naturalmente, i motivi di questa "mancanza" sono molteplici, ma vale la pena concentrarsi su due di questi. Per citarne uno, l'inasprirsi della concorrenza internazionale ha sicuramente avuto un impatto sulla redditività lorda delle piccole e medie imprese italiane, che si sono ritrovate a dover fronteggiare mercati sempre più globali e competitivi. Inoltre, due grandi limiti al naturale sviluppo di queste aziende di ridotte dimensioni come, sicuramente, l'inasprirsi della pressione tributaria e il graduale attenuarsi del regime di permissività fiscale, hanno nel tempo aumentato la quota di reddito lordo da destinare all'erario ai fini dell'imposizione fiscale.

Le naturali conseguenze dell'azione di questi due fattori sul sistema aziendale italiano sono state, da un lato, la contrazione del tasso di autofinanziamento, e dall'altro la lievitazione del fabbisogno finanziario da reperire presso fonti esterne.

Come già analizzato, nel momento in cui l'autofinanziamento per l'impresa non risulta essere più sufficiente a coprire l'intero fabbisogno finanziario, giunge il momento di prendere in considerazione la possibilità di reperire all'esterno i fondi necessari. Infatti, la scelta fondamentale è quella di reperire o capitale di rischio ovvero

capitale di debito: il primo si basa su nuovi canali di finanziamento, come il mercato azionario; il secondo si fonda tipicamente sul ricorso al canale bancario.

Di seguito, si elencano brevemente le diverse peculiarità di ciascun canale di approvvigionamento.

Il *capitale di rischio* (o *equity*) è caratterizzato da:

- un vincolo illimitato con l'impresa (cioè comporta una stabilità quasi assoluta) e il mancato obbligo di rimborso (rappresentato dal *dividendo*) al creditore;
- assenza di obblighi formali di remunerazione trattandosi di capitale a remunerazione variabile e a tutela patrimoniale residuale;
- non deducibilità fiscale;
- più o meno esteso potere di controllo sulla gestione dell'impresa;
- rimborso residuale nel caso di liquidazione della società.

Quest'elenco non deve però creare confusione, poiché è improponibile per un investitore finanziario che il suo investimento non sia remunerativo. Perciò quando parliamo di rendimento variabile per il capitale di rischio, intendiamo dire che il rendimento dell'investitore è naturalmente collegato al profilo dell'impresa. In particolare, un principio cardine della finanza ricorda che vi è una indiretta proporzionalità tra rischio e rendimento. Perciò ciascun investitore che voglia investire il proprio capitale in un'impresa, si aspetterà un rendimento adeguato allo status imprenditoriale e tanto più alto quanto maggiore è il profilo rischioso di quell'azienda.

Il *capitale di debito*, invece, è caratterizzato da particolari del tutto opposti, infatti:

- essendo oggetto di contratto tra l'impresa e il/i creditore/i, le modalità di rimborso e i tempi in cui questo deve avvenire sono predefiniti in sede di stipula del contratto stesso;
- deve essere rimborsato in maniera graduale e puntuale, secondo un tasso di remunerazione che può essere fisso (cioè determinato in via anticipata e rimarrà costante per tutto il periodo del finanziamento) o variabile (cioè indicizzato secondo un determinato parametro e che può mutare al variare di quest'ultimo);
- è deducibile fiscalmente;

- presenta un ridotto controllo sul *management*;
- gli strumenti di debito tradizionali hanno priorità di rimborso nel caso di liquidazione della società.

#### **1.4 Accenni all'evoluzione di Borsa Italiana S.p.a. a partire dagli anni Novanta: nuove possibilità di sviluppo per le PMI**

Per cercare di rallentare l'effetto negativo di quei fattori citati nel precedente paragrafo, verso la fine degli anni Ottanta, Borsa Italiana ha subito notevoli modifiche sia sotto il punto di vista strutturale che regolamentare. Adottando il cosiddetto D.lgs. Eurosim<sup>18</sup>, è nato un sistema di mercato-impresa che è poi stato gestito da Borsa Italiana S.p.a.<sup>19</sup>. Borsa Italiana S.p.a., fin da subito, si è naturalmente trovata a competere con le maggiori Borse Europee concorrenti, dovendo così a dover affrontare avvenimenti importanti come la liberalizzazione dei movimenti di capitale, le innovazioni in campo informatico e tecnologico, gli investimenti sempre più rischiosi e differenziati grazie anche alla nascita di moltissimi strumenti finanziari.

Peraltro, adottando il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, il cd TUF, ad opera del D.lgs. n.58/1998, anche Consob e Banca d'Italia, insieme a Borsa Italiana, hanno intrapreso un processo volto a favorire l'apprezzamento dei mercati e delle società. Tuttavia, era fondamentale ridisegnare un modello di *corporate governance* adatto alle esigenze delle più competitive piazze finanziarie europee. Seppur con delle difficoltà, quindi, le PMI italiane si sono viste "accolte" dal mercato finanziario, che offriva loro trasparenza informativa ed assistenza tecnica e strutturale, in cambio di trasparenza e chiarezza, seguendo quindi il principio contabile della *disclosure*.

---

<sup>18</sup> La direttiva è stata recepita in Italia con il d. lgs. del 23 luglio 1996, n. 415 - recepimento della direttiva 93/22/CE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, e della direttiva 93/6/CE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

<sup>19</sup> Borsa Italiana S.P.A., società costituita il 6 febbraio 1997 dal Consiglio di Borsa ai sensi dell'art. 56 del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, è stata autorizzata all'esercizio dei mercati regolamentati con Delibera Consob 12 dicembre 1997, n. 11091.

Come si può leggere nell'introduzione di questo capitolo, le PMI italiane si sono trovate, e continuano a farlo tutt'ora, a dover competere con un mercato finanziario talmente competitivo e internazionalizzato, da non permettere loro uno sviluppo calibrato alle loro esigenze. Il d.lgs. Eurosì ha portato a riformulare il già regolamentato Mercato Ristretto (di cui si parlerà in modo approfondito nel prossimo capitolo), per far sì che venissero ammessi alla negoziazione anche i titoli di imprese minori. Tuttavia, il Mercato Ristretto, "antenato" del mercato Expandi, non è sopravvissuto a lungo, data la sua similitudine eccessiva con Borsa Italiana e la predominanza di titoli di società bancarie.

Più volte, la Consob ha tentato di risolvere questi problemi con una serie di interventi, il primo dei quali si è avuto nel 1987 cercando di abbassare le barriere all'entrata del mercato attraverso la riduzione dei limiti richiesti per il flottante e una maggiore semplificazione delle procedure di ammissione<sup>20</sup>. Il secondo intervento, al contrario, era mirato, in direzione del tutto opposta al precedente intervento, all'inserimento obbligatorio della certificazione del bilancio e ad una maggiore chiarezza e trasparenza da parte delle imprese verso il mercato stesso.<sup>21</sup>

Proprio per questi motivi e poiché la Consob non è riuscita nel suo intento, Borsa Italiana ha istituito nel Dicembre 2003 il Mercato Expandi, frutto della ristrutturazione del già regolamentato Mercato Ristretto. La finalità principale di Expandi era quella di dotare anche l'Italia di un modello organizzativo simile a quello adottato dai mercati europei che sono rivolti alla quotazione delle small cap, in particolare rifacendosi all'AIM inglese.

E' da precisare, tuttavia, che il percorso verso Expandi non è stato così immediato e che precedentemente sono stati numerosi i punti di svolta in merito alla quotazione delle PMI, in particolare se ne ricordano due principali. Prima di tutto, la fondazione nel 1999 del *Nuovo Mercato* per imprese<sup>22</sup> che presentavano un alto tasso di

---

<sup>20</sup> Consob, *Delibera Consob n. 2725 del 19 febbraio 1987.*, [www.consob.it](http://www.consob.it), [10 Agosto 2015]

<sup>21</sup> Consob, *Bollettino Consob, Regolamento Testo Integrato, delibera n. 4808 del 24.7.1990*, n.7 luglio 1990, [www.consob.it](http://www.consob.it), [10 Agosto 2015]

<sup>22</sup> Questi tipi di imprese erano:

- imprese operanti in settori ad alta tecnologia e che devono rafforzare la propria posizione competitiva;
- imprese "settimine" che vogliono crescere ed hanno elevati fabbisogni finanziari;

crescita (*high growth*). Poiché tali imprese erano destinate a reinvestire gli utili in progetti di sviluppo, le sole azioni accettate erano quelle ordinarie, non anche quelle di risparmio o privilegiate. La novità inerente l'ammissione in questo mercato era data dalla clausola di "lock in": ci si impegnava a non vendere, offrire, costituire in pegno o, in generale, effettuare operazioni aventi per oggetto una quantità almeno pari all'80% del valore delle azioni ordinarie dell'emittente, possedute da imprenditori o manager azionisti che, entro i 12 mesi antecedenti la presentazione della domanda di ammissione, erano tali.

Tuttavia nel 2005, maggiori esigenze ancora hanno portato a rinominare il Nuovo Mercato con il termine MTAX, affiancato successivamente al mercato azionario MTA, dedicato alle imprese *high growth* facenti parte dei settori ad alta tecnologia.

La seconda svolta è giunta grazie a una modifica alla segmentazione iniziale del listino principale di Borsa Italiana che ha accolto il cosiddetto segmento STAR per le imprese a piccola e media capitalizzazione.

Introdotta nel 2001, il segmento STAR si rivolgeva principalmente a imprese del settore tessile e di moda, così come dei settori del retail e dell'alimentare, con posizioni predominanti nei rispettivi mercati ma a media capitalizzazione. Requisiti di trasparenza, chiarezza ed eccellente *corporate governance* (stabilita dal Regolamento<sup>23</sup> in materia) erano i principali obblighi che le imprese dovevano rispettare. In termini di capitalizzazione minima richiesta, si parlava di una cifra compresa tra i 40 milioni di euro e 1 miliardo (quando, nel 2005, venne uniformata la segmentazione del MTA), con un flottante minimo pari al 35% del capitale e una *corporate governance* definita sulla base dei principi del Codice di Autodisciplina redatto nel 1999 da Borsa Italiana. La novità rispetto al Nuovo Mercato era rappresentata dalla figura dell' *investor relator* interno, nominato in via obbligatoria dall'emittente, che faceva da "volano" tra

- 
- imprese di settori "tradizionali" con innovazioni di prodotto o di processo, che richiedono nuovo capitale per lo sviluppo;
  - società gestite da managers-imprenditori che cercano *partnerships* per programmi di espansione domestica e internazionale;
  - società già quotate su altri mercati, che desiderano allargare la loro base azionaria domestica (*dual listing*).

<sup>23</sup> Borsa Italiana, *Regolamento relativo alla nuova segmentazione del mercato e all'introduzione del segmento STAR, deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana il 26 luglio 2000 e approvato dalla Consob con Delibera n. 12744 del 5 ottobre 2000*, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), [15 Agosto 2015]

l'impresa e la *financial community*, con l'obiettivo costante di garantire una continua ed accurata *disclosure*.

Si rimanda al Capitolo 2 per un maggiore approfondimento delle reali opportunità di quotazione in Borsa delle PMI Italiane.

## Capitolo 2

---

### La quotazione per le PMI: dal mercato Expandi ad AIM Italia

#### 2.1 Il mercato azionario: le IPO sui mercati MTF

Si sono già osservati gli effetti del processo di convergenza dei mercati finanziari mondiali e come questi rendono il mercato azionario un luogo sempre più competitivo, in cui i sistemi produttivi di tutto il mondo si trovano a dover affrontare rischi sempre maggiori. In questo scenario, sono fondamentali le modalità con le quali le piccole e medie imprese mondiali, in particolare quelle italiane, siano facilitate dal sistema finanziario stesso a reperire le risorse necessarie ed adeguate alla loro struttura finanziaria, con la finalità di fornire loro strutture organizzative competitive centrate su livelli tecnologici ed innovativi sempre più elevati.<sup>24</sup>

Da molti anni ormai, si discute sul tema dell'esigua numerosità delle società italiane quotate in Borsa, dal momento che il numero delle imprese presenti sul mercato azionario è relativamente rimasto immutato da anni. Considerando poi che il rapporto tra la capitalizzazione di Borsa e il PIL sia cresciuto in maniera rilevante dopo le privatizzazioni degli anni Novanta, il tema rimane ancora molto discusso.

A tal proposito, rappresentando un evento di natura straordinaria, la quotazione in Borsa apporta numerose modifiche al comportamento dell'azienda sia dal punto di vista strategico che operativo. La scelta della quotazione, oltre ad avere rilevanti effetti di natura finanziaria (ampliando i rapporti con il mercato e non più solo con i fornitori di capitale di debito, si ha la possibilità di modificare la struttura del passivo) ed operativa (in quanto l'Ipo consente di migliorare l'immagine dell'impresa agli occhi degli innumerevoli *stakeholder*), ha importantissime conseguenze anche sulla struttura organizzativa della società. Infatti, poiché l'impresa deve relazionarsi con il mercato e

---

<sup>24</sup> G. Petrella, *I nuovi secondi mercati europei. Valutazioni di convenienza alla quotazione per una Pmi*, EGEA, Milano, 1997

con gli investitori, si pone l'esigenza di modificare anche la struttura interna della stessa.

Tornando al processo di quotazione, risulta fondamentale soffermarsi sul concetto di *IPO (Initial Public Offering)* per la PMI. Infatti, se si volesse considerare il mercato europeo, in via più generale, si è assistito negli ultimi decenni ad un importantissimo afflusso di *IPO* anche per imprese di piccole o medie dimensioni<sup>25</sup>.

Una *Initial Public Offering* non è altro che un'operazione di finanza mobiliare mediante la quale una società, per quotarsi sul mercato borsistico, offre un determinato numero di azioni ad un vasto numero di investitori. Le azioni emesse possono essere nuove, oppure gli investitori possono acquistare azioni già emesse e che sono ancora in circolazione.<sup>26</sup> Tramite *IPO*, si ha quindi la prima vendita di azioni da parte di un'impresa privata verso il pubblico; le *IPO* sono sempre più spesso emesse maggiormente da aziende più piccole e più giovani, che cercano capitale per espandersi, ma anche da grandi imprese che vogliono vedere il proprio titolo quotato sul mercato azionario, e quindi pubblico.

In una *IPO*, la Società Emittente ottiene l'assistenza di un'impresa "assicuratrice", che la aiuta a determinare quale tipo di titolo emettere (azione ordinaria o privilegiata convertibile), il prezzo massimo dell'Offerta e il periodo in cui quotarsi.

La quotazione di molte di tali imprese, tuttavia, è stata regolamentata sui mercati così detti *MTF (Multilateral Trading Facilities)*, diversi dai tradizionali mercati regolamentati. L'obiettivo di tale elaborato è quello di inquadrare il nuovo mercato per le PMI, *AIM Italia*, come mercato *MTF* che, dal 25 Settembre 2008 è entrato a far parte del sistema finanziario domestico a tutti gli effetti, dopo essere stato istituito da Borsa Italiana con delibera del proprio Consiglio di Amministrazione.

Per approfondire il tema dei mercati *MTF* è interessante riportare alcune caratteristiche che li contraddistinguono dai principali mercati regolamentati. Infatti, a partire dagli anni Novanta, tali mercati "innovativi", frutto del venire meno del regime

---

<sup>25</sup> F. Ferragina et al, *AIM Italia e quotazione delle Pmi. Minori regole e maggiori possibilità di successo*, Contabilità, finanza e controllo, Kon, 2008, pp. 990-999

<sup>26</sup> C. Iosio, *IPO per le PMI Italiane. Guida pratica e consigli utili per quotarsi in borsa con successo*, IPSOA, Milano, 2011

di monopolio delle Borse tradizionali e della loro demutualizzazione, hanno cominciato ad appartenere alla categoria di mercati cosiddetti *alternative trading systems*.

La direttiva MIFID<sup>27</sup> che regola tali mercati, li concepisce come luoghi in cui sono scambiati strumenti finanziari già quotati sui mercati regolamentati. In realtà, tali mercati sono sempre più riconosciuti come circuiti autonomi e molto spesso sono coordinati proprio dalla stessa società che gestisce gli altri mercati regolamentati.

Nello specifico, la caratteristica fondamentale di questi mercati è che le regole che riguardano l'ammissione alla negoziazione, la trasparenza informativa e la microstruttura del mercato sono tutte stabilite direttamente dalla società di gestione e non dalla legge o da altri regolamenti. In Italia, com'è noto, il processo di quotazione in Borsa è molto lungo ed oneroso, dal momento che le imprese devono disporre a priori di una documentazione molto precisa e dettagliata. Inoltre, sebbene il legislatore domestico, che è unico in Europa, abbia posto “*una presunzione legale di responsabilità per il contenuto del prospetto informativo in capo alla banca responsabile del collocamento.*”<sup>28</sup>, tuttavia è sempre CONSOB ad intervenire in modo invasivo sulla documentazione necessaria alla quotazione. Tutto ciò fa sì che i tempi di approvazione di tali documenti si attestino, in media, intorno ai due/tre mesi e non ai venti giorni come previsti dalla direttiva europea. Ovviamente, la trasparenza informativa è uno dei fattori critici che influenzano il premio per il rischio di cui gode, sicuramente, la valutazione in sede di prima offerta pubblica da parte degli azionisti.<sup>29</sup>

Senza tener conto di tutte quelle norme estranee al diritto comunitario che rendono il quadro normativo del processo di quotazione una trappola per moltissime imprese in Italia, è chiaro che nel nostro Paese un mercato efficiente come quello MTF è più che necessario. Infatti, ciò di cui le PMI Italiane, e non solo, hanno bisogno, è

---

<sup>27</sup> A fare data dal 1° novembre 2007 sono in vigore in Italia le previsioni di cui alle direttive europee 2004/39/CE – MIFID e 2006/73/CE recanti le relative misure di esecuzione, come recepite dal decreto 164/2007. Il quadro regolamentare di attuazione è stato completato con l'emanazione dei regolamenti CONSOB e del regolamento congiunto CONSOB/Banca d'Italia.

<sup>28</sup> M. Fumagalli, *Chi quoterà le PMI Italiane*, La Voce, per maggiori informazioni si rimanda al seguente link: <http://www.lavoce.info/archives/24754/chi-quotera-le-pmi-italiane/>, [7 Settembre 2015]

<sup>29</sup> A. Franzosi et al., *Gli effetti della quotazione. Evidenza delle small and mid caps italiane*, Borsa Italiana, Bit Notes, n.13 Giugno 2005

chiarezza procedurale e semplicità, nonché tempi certi e brevi per la quotazione sul mercato.

Detto ciò, è evidente che non solo alle grandi imprese può essere ancora riservato il mercato dei capitali; le piccole e medie imprese, d'altro canto, sono anch'esse dotate di tutti gli strumenti necessari per rispondere alle informazioni che il mercato richiede. Naturalmente, alla situazione che stanno vivendo oggi le PMI Italiane si è arrivati dopo un passato non troppo “generoso” con loro (e neanche troppo lontano) che ha visto solo i titoli delle grandi aziende comparire nei listini della finanza italiana, dove gli operatori finanziari erano prettamente nazionali e in numero esiguo. Di conseguenza, le PMI sono state a lungo “snobbate” dalle coetanee di dimensioni maggiori, in quanto il processo di selezione per loro era molto più difficile e proibitivo.<sup>30</sup>

Tuttavia, negli ultimi anni vi sono stati alcuni cambiamenti. In particolare, è necessario accennare ai due più importanti, che verranno poi trattati nuovamente nei prossimi paragrafi: da un lato l'internazionalizzazione del mercato finanziario ha reso possibile l'incontro con gli investitori istituzionali esteri, disposti ad investire il proprio capitale nelle PMI italiane e trovando in loro ottime opportunità di investimento; dall'altro lato, va riconosciuto merito a Borsa Italiana per aver “accorciato” le distanze tra le imprese di ridotte dimensioni e il mercato borsistico.

Proprio per questi motivi appena elencati, il presente elaborato si propone di mettere in evidenza quanto le ultime regolamentazioni del mercato di Borsa vogliano favorire l'accesso alla quotazione anche alle imprese di minori dimensioni, e non più solo ai “grandi nomi”.

## **2.2 Motivazioni della quotazione: vantaggi e svantaggi**

E' necessario, ora, approfondire i reali motivi che spingono le piccole e medie imprese ad intraprendere un percorso volto alla loro quotazione in Borsa, analizzando chiaramente gli aspetti negativi e positivi dell'intero *iter*.

---

<sup>30</sup> A. Dessy et al., *op. cit.*

Bisogna innanzitutto sottolineare che, nonostante le semplificate procedure di ammissione, il processo di quotazione rimane comunque un percorso complesso ed oneroso anche per le piccole e medie imprese che intendono quotarsi sul mercato a loro dedicato, Expandi prima e AIM Italia dopo. Perciò, si presuppone che l'imprenditore abbia un'importante motivazione strategica per poter utilizzare la Borsa come luogo in cui reperire risorse finanziarie, manageriali e altre intangibili (notorietà, *standing* ecc.), fondamentali per lo sviluppo di un'impresa di piccole dimensioni.

I principali motivi per cui l'imprenditore decide di intraprendere il processo di quotazione per la propria impresa sono riportati nel seguente prospetto:

<p><b>Nuovo canale di finanziamento a sostegno degli investimenti di sviluppo</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Finanziare nuovi progetti</li> <li>– Sostenere finanziariamente la crescita dei volumi di attività</li> <li>– Rafforzare la struttura finanziaria</li> <li>– Creazione di valore</li> </ul> <p><b>Crescita per linee esterne</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Sostenere finanziariamente eventuali acquisizioni anche per mezzo dell'emissione di nuove azioni</li> </ul> <p><b>Rafforzamento dell'organizzazione aziendale</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Maggiore strutturazione delle procedure interne e dell'assetto organizzativo</li> <li>– Politiche retributive complementari per il <i>Management</i> e i dipendenti (<i>stock option</i>, <i>tranche</i> riservate in fase di IPO)</li> </ul> <p><b>Miglioramento dell'immagine aziendale <i>post-quotazione</i></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Miglioramento dello <i>standing</i> creditizio</li> <li>– Rafforzamento del Brand</li> <li>– Maggiore attrattiva per le Risorse Umane</li> </ul> <p><b>Possibilità di monetizzazione dell'investimento per gli azionisti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Realizzazione dell'investimento (in particolare per investitori istituzionali)</li> <li>– Politica di dividendi</li> <li>– Agevolazione del passaggio generazionale</li> </ul>
--

Figura 2.2.1 Principali motivi per cui intraprendere l'iter della quotazione [Fonte: F. Ferragina et al.]

Analizzando talune di queste motivazioni <sup>31</sup>, bisogna porre attenzione sicuramente alle più importanti, ossia:

- La *crescita interna* rimane, naturalmente, il motivo principale per cui un'impresa, di piccole o grandi dimensioni che sia, decida di quotarsi sul mercato, per

<sup>31</sup> F. Ferragina et al., *op. cit.*

reperire risorse finanziarie. Va sottolineato, inoltre, che il fine ultimo è sempre quello di ottimizzare la propria struttura finanziaria tramite la diversificazione nella raccolta di capitale, per minimizzare il rischio. Infatti, a differenza delle imprese non quotate, quelle quotate hanno più facilità ad utilizzare strumenti di raccolta preclusi alle imprese non presenti sul mercato. Questo agevola l'impostazione o il riequilibrio di una struttura finanziaria che sia compatibile con la politica degli investimenti dell'impresa, con la conseguente riduzione complessiva del costo del finanziamento. E' da sottolineare, inoltre, l'organica e la continuativa raccolta di capitale già in sede iniziale di quotazione, ovvero in sede di IPO, perché specialmente per le PMI gran parte dell'offerta pubblica è rappresentata da un aumento di capitale, favorendo quindi sin da subito la graduale crescita aziendale.

- La *crescita esterna*, che rappresenta la seconda finalità principale di quelle risorse finanziarie che l'impresa riesce a reperire tramite il collocamento sul mercato. La crescita è sicuramente agevolata anche dal continuo aggiornamento del valore dell'impresa, grazie infatti all'esposizione continua dei corsi dei titoli. Ciò permette alla società quotata di effettuare anche le classiche operazioni di M&A tramite lo scambio di azioni. Per comprendere l'effetto della quotazione sulla crescita esterna della società quotata, si veda la Fig. 2.2.2, che mostra la crescita del fatturato medio (in milioni di euro) prima e dopo la quotazione, stimata con un +20% annuo, e l'evoluzione del tasso di investimento, stabile al 15% annuo prima della quotazione e crescente al 23% annuo post-quotazione.

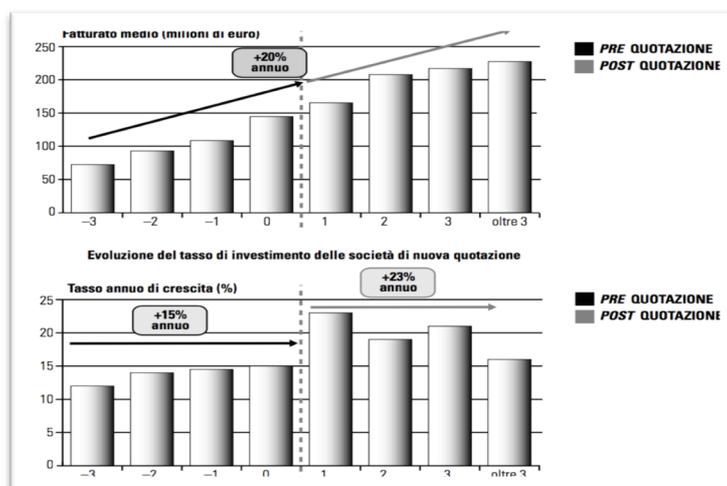


Figura 2.2.2 Evoluzione del fatturato medio e del tasso di investimento di una società di nuova quotazione [Fonte: Borsa Italiana]

La Fig. 2.2.3, invece, analizza il *Leverage* (*Leva Finanziaria* o *Rapporto di Indebitamento*) medio, ossia il rapporto tra debiti finanziari netti e patrimonio netto: naturalmente, a seguito della quotazione si riscontrano modifiche sulla struttura finanziaria dell'impresa, che però tendono ad assumere carattere solo temporaneo. Perciò, subito dopo la fase iniziale di IPO, il *leverage* tende a scendere drasticamente, per poi progressivamente tornare ai livelli medi del periodo pre-quotazione.

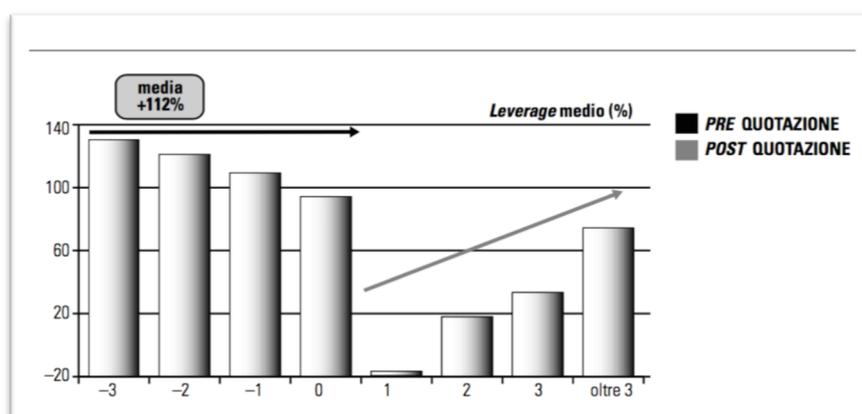


Figura 2.2.3 Andamento del leverage medio pre e post quotazione [Fonte: Borsa Italiana]

- Il *miglioramento dell'immagine aziendale post-quotazione*, da intendersi come vantaggio di natura commerciale di grande importanza. Infatti, le imprese quotate assumono, rispetto alle coetanee non quotate, quella caratteristica di *affidabilità* che fa sì che risultino meno rischiose nel *business* agli occhi degli investitori. Inoltre, la quotazione in Borsa risulta essere fondamentale per rendersi ben visibili al mondo economico-finanziario facendo sì che il *reputation capital* diventi per l'azienda una leva di *marketing* fondamentale alla sopravvivenza.<sup>32</sup>
- La quotazione consente di *mantenere, motivare ed attrarre* risorse qualificate, tramite importanti ed efficaci piani di incentivazione che allineano gli interessi della proprietà a quelli del *management*, che si vede attribuire, secondo una determinata *performance* manageriale, azioni e/o *stock options*.<sup>33</sup>
- In alternativa a diverse modalità di vendita (quali, ad esempio, *trade sale e/o private placement*), la quotazione risulta strumentale ad una valutazione incrementale della società. Rispetto alle semplici società private, infatti, la valutazione delle società quotate tende ad essere molto più alta, a parità di tipo di business e dimensioni strutturali.
- Inoltre la quotazione in Borsa presenta innumerevoli *vantaggi diretti per l'azionista*, che possono essere così suddivisi:
  - *Visibilità e controllabilità del valore d'impresa*: deriva direttamente dalla presenza dell'impresa sul mercato, dal momento che il valore di mercato dei titoli è continuamente aggiornato e perciò visibile a tutti i potenziali azionisti;
  - *Liquidabilità dell'investimento*: per un'azionista che non desideri più svolgere un ruolo attivo in azienda, un possibile *way out* è rappresentato dalla monetizzazione dell'investimento effettuato. In poche parole, la negoziabilità dei titoli sul mercato consente all'imprenditore di liquidare la propria quota partecipativa con maggiore facilità;
  - *Agevolazione del passaggio generazionale*: il collocamento sul mercato finanziario si rende particolarmente efficace in situazioni problematiche di "successioni imprenditoriali"; infatti, qualora un familiare non fosse più interessato alla gestione

---

<sup>32</sup> L. Parrini, *op.cit.*

<sup>33</sup> L. Peyrano, *op.cit.*

aziendale, la sua quota potrà essere facilmente liquidata sul mercato. Inoltre, la quotazione implica un'evoluzione di carattere gestionale che sicuramente facilita non solo l'ingresso di nuove controparti nell'assetto societario, ma anche processi di razionalizzazione di gruppi multidivisionali in *business units* indipendenti.<sup>34</sup>

Elencati solo alcuni degli innumerevoli vantaggi che spingono una società a quotarsi, bisogna puntualizzare che per questa è molto importante presentare ed eventualmente perfezionare le proprie caratteristiche organizzative, così da soddisfare tale esigenza di crescita. Tali caratteristiche devono essere perfezionate soprattutto sotto il punto di vista *informativo* per il mercato finanziario di appartenenza, concentrandosi non tanto su quelle prettamente formali ma, perlopiù, su quelle che riguardano l'aspetto strategico, economico-finanziario e organizzativo dell'impresa. Di seguito, si cercherà di entrare nel dettaglio di ognuna:

- *caratteristiche economico-finanziarie e strategiche*: si intende, per semplificare, la chiara visione del *business* e della posizione di *leadership* che si riveste nel proprio mercato di riferimento, nonché la capacità di perseguire i propri *obiettivi strategici* e di creare *valore* per gli azionisti, l'attendibilità del proprio *budget* e un livello adeguato di *redditività* prospettica;
- *caratteristiche di tipo organizzativo*: si intende, la capacità di costituire una squadra efficiente e motivata; separare le funzioni del manager da quelle dell'imprenditore vero e proprio; essere trasparenti sotto il punto di vista amministrativo; possedere capacità tecniche per la gestione, la pianificazione ed il controllo; creare incentivi per il management tramite, per esempio, *stock options*, in modo da raggiungere gli obiettivi di *budget* e fidelizzare le figure professionali più importanti per lo sviluppo dell'impresa; infine, dotare la struttura di apposite funzioni per i rapporti con il mercato, attraverso le cosiddette *investor relations*.

Il possesso di tali caratteristiche pone l'impresa nella situazione ottimale per affrontare il complesso ed oneroso *iter* della quotazione, e di sfruttare in maniera

---

<sup>34</sup> F. Ferragina, *op. cit.*

efficiente le risorse reperite. Potremmo riassumere queste tre caratteristiche in interventi diretti e mirati su questi ambiti di attività:<sup>35</sup>

- *aziendale*, dal momento che si rende necessario un miglioramento in ottica strategica di alcune aree funzionali della gestione d'impresa, come quella amministrativo-finanziaria;
- *strategica/manageriale*, nel senso che è opportuno disporre di un piano industriale, utilizzare metodologie di *forecasting* e definire i sistemi informativi, nonché possedere un efficiente sistema di *reporting* per il controllo della gestione;
- *statutario/governativo*, in quanto la società deve necessariamente adeguarsi alle disposizioni del *Testo Unico della Finanza (TUF)*, ed ai principi di *best practice* inerenti la *corporate governance*. Si parla, in questi casi e in modo sommario, dell'eliminazione della libera circolazione delle azioni, dell'allineamento delle maggioranze assembleari al momento delle emissioni (art. 25 e 126 TUF)<sup>36</sup> ed infine, eventualmente, dell'adeguamento del numero dei componenti del collegio sindacale in base alle disposizioni di legge.<sup>37</sup>

Essendo la quotazione in Borsa un cambiamento di status per l'impresa, per completezza, si riportano di seguito anche alcuni dei presunti limiti che si possono incontrare nel processo di quotazione, andando a costituire spesso la principale remora per scoraggiare l'impresa nell'intraprenderlo. Alcuni di questi limiti, osservabili anche in Fig.2.2.4, meritano di essere analizzati nel dettaglio:

---

<sup>35</sup> Borsa Italiana S.p.a., *Guida alla quotazione su AIM Italia*, Equity Market Listing, Milano, 2010, pp. 1-56

<sup>36</sup> *Articolo 25*, TUF (ultimo aggiornamento: Decreto Legislativo 12 maggio 2015, n. 72)

1. Le Sim e le banche italiane autorizzate all'esercizio dei servizi e attività di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'articolo 67. Le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio dei medesimi servizi e attività possono operare nei mercati regolamentati italiani.

2. Possono accedere ai mercati regolamentati, tenuto conto delle regole adottate dalla società di gestione ai sensi dell'articolo 62, comma 2, soggetti diversi da quelli di cui al comma 1 del presente articolo alle seguenti condizioni:

- a) soddisfano i requisiti di onorabilità e professionalità;
- b) dispongono di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione;
- c) dispongono di adeguati dispositivi organizzativi;
- d) dispongono di risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere.

3. I soggetti di cui al comma 2, ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati

<sup>37</sup> C. Iosio, *op. cit.*

- *Possibilità di perdita del controllo della società:* se un'impresa familiare decide di quotarsi, accettando quindi di far ridurre la partecipazione al di sotto del 50.1%, non dovrebbe correre alcun rischio di perdere il controllo della società, poiché sono completamente tutelati i diritti (rappresentando comunque la maggioranza). Infatti, è praticamente impossibile che qualcuno, sul mercato, acquisti la restante parte di capitale azionario (in questo caso il 49.9%) e quindi diventare socio di maggioranza. Al contrario, i problemi principali riguardanti la perdita di controllo subentrano in situazioni di eventuali fratture all'interno del gruppo societario: in casi così, si rischia che un gruppo di minoranza possa allearsi con alcuni esponenti della famiglia e raggiungere così la maggioranza. Situazione simile a questa si riscontra ogni qual volta il pacchetto di maggioranza (51%) venga ceduto ad una holding familiare non quotata, dove parti terze non possono entrare.

- *Necessità di una chiara separazione tra patrimonio aziendale e personale:* molto spesso, nelle medie imprese familiari, si crea grande confusione tra patrimonio dell'impresa e patrimonio familiare, facendo sì che ai membri della famiglia spettino profitti ufficiali e non ufficiali. Questa politica ha come conseguenza diretta quella di ridurre l'imposizione fiscale in capo ai soci e all'impresa, poiché i beni acquisiti dall'impresa sono deducibili dal reddito imponibile, andando così a ridurre il carico fiscale complessivo per la società. Pertanto, in una società che intende quotarsi tali situazioni non devono accadere e saranno sempre meno frequenti qualora sussistano nel medio-lungo termine, poiché lo Stato, come è noto, è sempre più impegnato nel combattere l'evasione fiscale.

- *Grande responsabilità verso il mercato da parte degli azionisti e della società;*

- *Obblighi informativi continui e rilevanti:* le società quotate percepiscono spesso come vincolo l'obbligo della certificazione del bilancio così come la redazione del bilancio consolidato di gruppo in sede di quotazione. A ben vedere, però, è sempre più necessario disporre di una certificazione e di un bilancio consolidato finalizzati al

controllo dei risultati conseguiti a livello di gruppo da parte del management, nonché verificare se il compito della gestione aziendale è stato ben svolto. Tutto questo si traduce in un continuo bisogno di *disclosure*, ossia trasparenza informativa da parte delle aziende, soprattutto in sede di ammissione delle stesse al mercato azionario, dal momento che vengono valutate effettivamente le possibilità di un loro futuro sviluppo.<sup>38</sup> D'altronde, in società in cui è netta la separazione tra proprietà e controllo, gli azionisti richiedono sempre più chiarezza e veridicità dei bilanci presentati.

- *Possesso obbligatorio di una struttura tale da fornire informazioni economiche-finanziarie al mercato di riferimento;*
- *Underpricing*: qualora il valore intrinseco dell'azione risulti maggiore al reale prezzo di mercato della stessa, ci si trova davanti al fenomeno del cosiddetto *underpricing* del titolo. Ciò si verifica sia per fattori esterni (se sussistono condizioni particolarmente sfavorevoli per il mercato) sia per fattori interni (se una notizia negativa viene ulteriormente amplificata dal mercato, che non crede più nella possibile redditività della società), che fanno così “crollare” il valore del titolo al di sotto del reale valore intrinseco.

In sostanza, però, questa serie di svantaggi non deve spaventare l'imprenditore che voglia quotare la propria impresa in Borsa. Con un'adeguata preparazione tecnica e “psicologica”, si può intraprendere un approccio graduale ed adeguato, sia dal punto di vista prettamente strutturale ed organizzativo, ma anche dal punto di vista “culturale” dell'impresa stessa.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> G. Petrella, *op. cit.*

<sup>39</sup> F. Ferragina et al., *op. cit.*

<b>PRINCIPALI LIMITI PERCEPITI</b>
<b>Ingresso di nuovi soggetti nella compagine societaria</b>
<p><b>Maggiori obblighi di comunicazione verso l'esterno</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Informativa periodica nei confronti degli azionisti anche in riferimento alle scelte strategiche</li> <li>– Informazione periodica relativa all'andamento gestionale</li> <li>– Diffusione di informazioni <i>price-sensitive</i></li> <li>– Revisione contabile obbligatoria</li> </ul> <p><b>Sostenimento di costi <i>una tantum</i> e gestionali</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Costi legati al processo di quotazione (incluso il tempo del personale interno e del <i>management</i> dedicato al processo di quotazione)</li> <li>– Redazione del bilancio in base ai principi IAS/IFRS con possibile incremento dei costi di consulenza</li> </ul>

Figura 2.2.4 Principali limiti al processo di quotazione in Borsa [Fonte: F. Ferragina et al.]

### 2.3 Il mercato di quotazione dedicato alle PMI: il mercato Expandi e AIM Italia

Se si prendesse in considerazione un imprenditore di una piccola e media impresa italiana o estera che sia, e si volessero conoscere quali sono le sue riflessioni in tema di quotazione in Borsa, non si rimarrebbe stupiti dal fatto che il pensiero principale sia che il mercato dei capitali è un luogo riservato esclusivamente alle grandi aziende, poiché quelle piccole non sono sufficientemente in grado di fornire le giuste informazioni che il mercato richiede loro. Purtroppo, i pensieri di un imprenditore di una PMI, che si vuole avvicinare al processo di quotazione, sono frutto di un passato abbastanza recente che ha visto avvicinarsi alla finanza italiana esclusivamente “i grandi nomi” del sistema produttivo nazionale, lasciando in disparte e “snobbando” quelle che erano le realtà produttive minori. In poche parole, alle PMI, il mercato finanziario era praticamente precluso sicché queste potevano ricorrere esclusivamente alla finanza tradizionale.

Tuttavia, negli ultimi anni, diversi fattori hanno contribuito a “diminuire” le distanze tra il sistema delle PMI Italiane e il mercato azionario: da un lato, la globalizzazione del sistema finanziario mondiale ha fatto sì che diversi potenziali investitori si siano avvicinati gradualmente alle imprese italiane, vedendo in loro reali

potenzialità di sviluppo e crescita; dall'altro lato, il più importante forse, le diverse riforme del mercato finanziario e di Borsa Italiana, in particolare, hanno sempre più favorito gradualmente l'accesso al mercato di imprese di piccole e medie dimensioni.<sup>40</sup>

In particolare, prima di parlare di come si è giunti al mercato AIM Italia, bisogna partire dal principio e puntualizzare che i titoli azionari in Borsa erano negoziati su tre diversi mercati:

- Mercato MTA;
- Mercato MTAX;
- Mercato *Expandi*.

L'*MTA* rappresenta il mercato di quotazione dedicato alle società che operavano in settori più tradizionali del business, ma che comunque presentavano un'elevata quota di mercato così come ottime potenzialità di sviluppo future.

L'*MTAX* era il mercato di quotazione delle società con alto potenziale di crescita e che operavano in settori molto innovativi o tecnologici, oppure in settori più tradizionali ma con innovazioni di processo o di prodotto importanti. Molto spesso, poi, società del genere erano già quotate su altri mercati e richiedevano di poter ampliare la loro base azionaria domestica.

Infine, il mercato *Expandi* era prettamente dedicato alle *small and mid cap*, operanti in settori più tradizionali ma che erano comunque ben consolidate nel proprio mercato di riferimento, presentando un *track record* di risultati economico-finanziari molto positivi.

Peraltro, come si osserva nella Fig.2.3.1, il Mercato Telematico Azionario (MTA) è a sua volta suddiviso in segmenti di quotazione, che tengono conto delle caratteristiche e dei requisiti di appartenenza delle società che vogliono quotarsi<sup>41</sup>:

- *Blue Chip*, dedicato alle società con capitalizzazione elevata (superiore a 1 miliardo di Euro);
- *STAR (Segmento Titoli Alti Requisiti)*, dedicato alle imprese d'eccellenza, di medie dimensioni con capitalizzazione di mercato non inferiore ai 40 milioni di Euro,

---

<sup>40</sup> L. Peyrano, *op. cit.*

<sup>41</sup> Borsa Italiana S.p.a., *MTA e MTAX: ripartizione degli strumenti finanziari tra i segmenti di negoziazione in vigore dal 24 settembre 2007*, Avviso n.16546, 14 Settembre 2007, [http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/avvisosegmentazione\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/avvisosegmentazione_pdf.htm)

che presentano particolari caratteristiche di liquidità, trasparenza e corporate governance;

- *Standard (o ordinario)*, dedicato a quelle imprese che non hanno i requisiti per entrare né nel segmento Blue Chip, né in quello STAR.

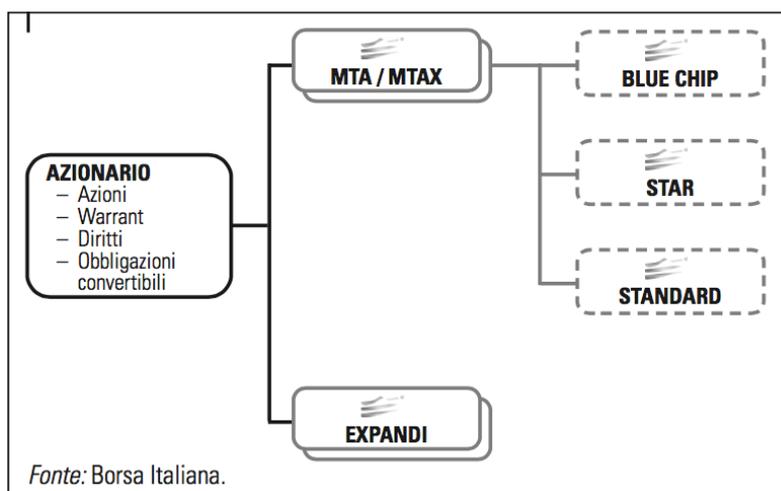


Figura 2.3.1 Segmentazione del Mercato Telematico Automatico (MTA) [Fonte: Borsa Italiana]

Ponendo però l'attenzione sul mercato Expandi, che è stato quello più innovativo (prima di AIM Italia, di cui si parlerà più avanti) per le PMI Italiane, bisogna partire dagli altri due segmenti di mercato MTA e MTAX. Quest'ultimo, era facilmente associabile a quelle aziende che operano in settori altamente tecnologici e che presentano alti tassi di crescita, e si può definire l'"erede" del Nuovo Mercato<sup>42</sup>. Infatti, il Nuovo Mercato garantiva alle imprese, con alte potenzialità di crescita e significativi aspetti innovativi sia di processo che di prodotto, una maggiore visibilità, coniugando sia i vantaggi di una quotazione nazionale sia quelli di entrare a far parte di un quadro internazionale. E' per queste ragioni che il Nuovo Mercato entrò subito a far parte del circuito cosiddetto EUR.NM, il primo ad unire le Borse Europee per quanto riguarda aziende con alti tassi di crescita, seppur di piccole dimensioni.

Il Nuovo Mercato fu eliminato nel settembre 2005, e tutte le imprese che vi erano quotate confluirono nel segmento MTAX, che risultava perciò composto da un

<sup>42</sup> Il Nuovo Mercato era stato istituito nel 1999 da Borsa Italiana, ed era rivolto principalmente a quelle aziende che operavano nei settori industriali più innovativi e tecnologici.

indefinito numero di società facenti parte del dinamico mondo delle telecomunicazioni, dei media, di internet e dell'informatica. Pertanto, la lenta scomparsa del Nuovo Mercato e la necessità di dover mantenere separati i due segmenti MTA e MTAX, hanno dato inizio ad un lungo processo di riforma da parte di Borsa Italiana, che ha portato alla nascita del cosiddetto mercato *Expandi* nel Dicembre 2003, divenendo attivo però solo nel Settembre 2005 in seguito ad alcune revisioni in materia.<sup>43</sup>

I motivi per cui Borsa Italiana ha sentito il bisogno di creare il mercato *Expandi* sono duplici: da una parte, l'intenzione era quella di mantenere comunque un mercato unico per imprese sia grandi che medie, così come quello di garantire le differenziazioni tra società solo sulla base dei rispettivi segmenti; dall'altra, assicurare alle *small and mid cap* un mercato che focalizzasse l'attenzione solo su di loro e sul loro sviluppo.

Bisogna precisare, tuttavia, che il mercato *Expandi* è anch'esso la ristrutturazione di un altro mercato regolamentato, il cosiddetto Mercato Ristretto<sup>44</sup>.

Naturalmente, trattandosi di PMI, il mercato *Expandi* (il termine latino evoca, infatti, l'ampliamento degli orizzonti) era caratterizzato sicuramente da un processo di quotazione più agile e snello, dati i suoi semplici requisiti di ammissione e i costi del processo di quotazione meno onerosi. Borsa Italiana, tramite l'*Expandi*, intendeva:

- Incentivare le piccole e medie imprese a quotarsi sul mercato grazie anche soprattutto ai semplici requisiti di ammissione e ai minor costi di gestione;
- Creare un "trampolino di lancio" anche per quelle imprese di modeste dimensioni che intendevano avvicinarsi al mercato finanziario in modo graduale perché, per loro, completamente nuovo.<sup>45</sup>

La nascita di *Expandi*, i cui principali requisiti di ammissione sono riassunti nella Tabella 2.3.2, è stata accolta con grande successo dagli investitori e dalle imprese e questo è dimostrato anche dal fatto che ad un solo anno dalla sua nascita, già 9 società, su un totale di 46 società ammesse in Borsa Italiana, erano state ammesse alle negoziazioni, con ben 8 nuove IPO.

---

<sup>43</sup> A partire dal 19 Settembre 2005, sono state apportate modifiche al Regolamento e alle Istruzioni dei mercati e dell'ex Nuovo Mercato, in seguito alla Delibera Consob n.15101 del 5 Luglio 2005 e approvata dagli azionisti di Borsa il 29 Aprile 2005.

<sup>44</sup> Nato nel 1977 per le piccole e medie imprese, ha subito cessato di esistere data la forte somiglianza con la Borsa ufficiale e la maggioranza di titoli di società bancarie.

<sup>45</sup> L. Parrini, *op. cit.*

<b>Flottante ingresso</b>	10% (min. € 750.000 market cap)
<b>Bilanci con revisione</b>	1
<b>Dimensione</b>	Capitalizz. min € 1 m
<b>CdA amm. non esecutivi e indipendenti</b>	NO
<b>Comitato di controllo interno</b>	NO
<b>Comitato remunerazione</b>	NO
<b>Pubblicazione dati trimestrali</b>	NO
<b>Investor Relation manager</b>	NO
<b>Sito</b>	NO
<b>Informazioni contabili italiano/inglese</b>	NO
<b>Presenza dello Specialista liquidità</b>	NO
<b>Track Record di bilancio</b>	MOL > 0; RO > 0; UN > 0 UN > 100.000 € ultimo esercizio PFN/MOL < 4

**Tabella 2.3.2 Requisiti di ammissione al mercato AIM Italia [Fonte: F. Ferragina et al.]**

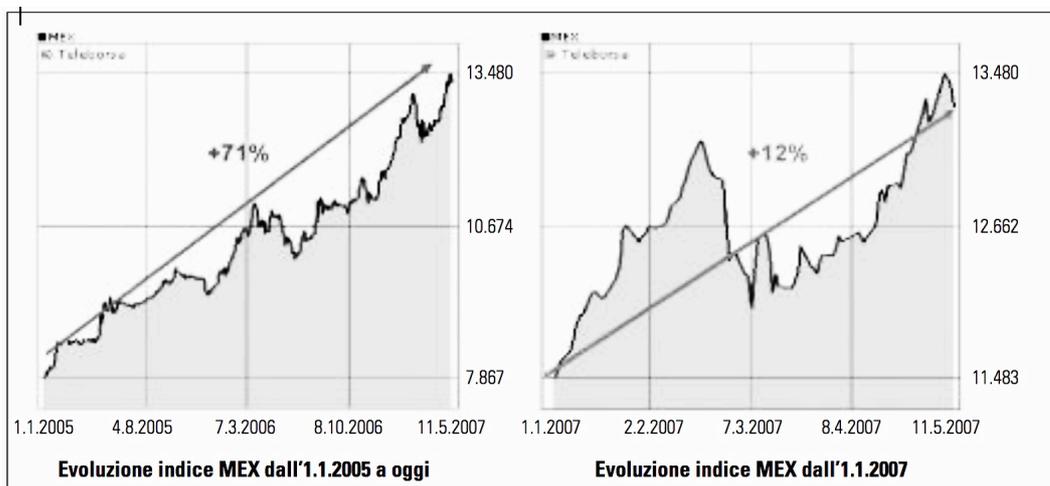
Molte delle società quotate confidavano sul mercato Expandi per poter realizzare le loro aspettative e strategie, e molte di queste sono riuscite a svilupparsi. Per esempio, le caratteristiche tipiche delle prime società quotate in Expandi<sup>46</sup> possono essere riassunte come si vede nella Tabella 2.3.3:

<b>Società</b>	<b>Mercato</b>	<b>Ricavi</b>	<b>Crescita triennale ricavi</b>	<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>MOL in % sui ricavi</b>	<b>Crescita triennale MOL</b>	<b>Cash Flow operativo</b>	<b>Posizione finanziaria netta</b>
Bioera	Expandi	33,3	18%	5,4	16%	15%	6,9	13,4
Monti	Expandi	16,3	95%	1,7	10%	1.038%	1,2	1,8
Caleffi	Expandi	43,3	6%	5,4	12%	3%	5,6	10,8
Kerself	Expandi	23,3	na	4,1	18%	na	0,7	13,5
Noemalife	Expandi	14,3	33%	2,9	20%	190%	2,4	6,1
Pierrel	Expandi	14,7	na	2,0	14%	na	2,1	7,4
Antichi Pellettieri	Expandi	153,6	16%	20,1	13%	33%	17,4	43,7
Valsoia	Expandi	44,4	34%	5,3	12%	40%	5,5	4,8
Arkimedica	Expandi	58,7	21%	8,5	14%	9%	9,5	29,4
<b>Mediana</b>		<b>33,4</b>	<b>21%</b>	<b>5,3</b>	<b>14%</b>	<b>33%</b>	<b>5,5</b>	<b>10,8</b>

**Tabella 2.3.3 Principali caratteristiche delle prime società quotate sul mercato Expandi [Fonte: rielaborazione su dati Borsa Italiana e Bilanci]**

<sup>46</sup> F. Ferragina, *op. cit.*

Inoltre, se si volesse analizzare l'andamento dei titoli delle società quotate sul mercato Expandi, l'indice MEX assolve a pieno questo compito. L'indice, infatti, come mostra il grafico 2.3.4, mostra un andamento più che positivo del corso dei titoli:



**Figura 2.3.4 Evoluzione indice MEX nel mercato Expandi [Fonte: Borsa Italiana]**

Il successo del mercato Expandi è da attribuire sicuramente a Borsa Italiana per aver creato un “vestito su misura” adatto alla tipica PMI italiana, caratterizzata da un’elevata creatività, know how, capacità di innovazione e vocazione all’internazionalizzazione, ma comunque con una tipica struttura fortemente semplificata e in genere a conduzione familiare. Infatti, le ridotte dimensioni di questo tipo di imprese rendono molto più arduo l’approvvigionamento di risorse finanziarie per sostenere determinati progetti di sviluppo, ed è proprio in questi casi che si rende necessario fornire un ristretto mercato di riferimento degno di competere con i più concorrenziali coetanei mercati europei.

Nella Fig. 2.3.5 è illustrata la segmentazione ufficiale del mercato italiano prima della ristrutturazione del mercato Expandi. Si noti come la scelta del segmento di quotazione doveva essere effettuata sia in base alle dimensioni aziendali, sia tenendo conto delle caratteristiche e delle esigenze della società quotanda.

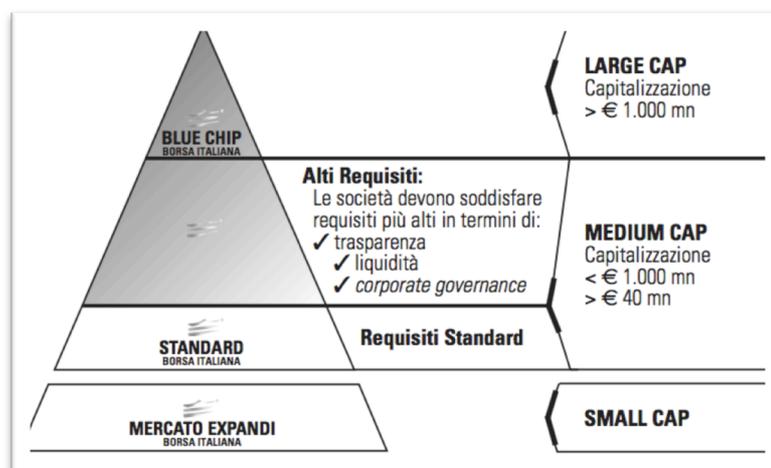


Figura 2.3.5 Segmentazione dei mercati prima della ristrutturazione di Expandi [Fonte: Borsa Italiana]

Dato però il continuo inasprirsi della concorrenza europea, negli ultimi anni prima del suo tramonto, il mercato Expandi aveva necessariamente bisogno di essere ristrutturato per adeguarsi e plasmarsi sempre di più ai più grandi mercati europei prendendo spunto, in particolare, dall'AIM Inglese. Di fatto, il Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.a., il giorno 24 Settembre 2008, approvava il regolamento che istituiva l'AIM Italia, il nuovo mercato Exchange Regulated di Borsa Italiana, per le piccole e medie imprese italiane, secondo la tipologia dei mercati MTF (Multilateral Trading Facilities).<sup>47</sup>

Precedentemente, il 1° Ottobre del 2007, un accordo firmato da Borsa Italiana e dalla London Stock Exchange (LSE), per la fusione dei rispettivi mercati, era finalizzato a dar vita al principale gruppo borsistico europeo, in modo da porre le basi per una forte crescita su scala europea ed internazionale. Sicuramente, l'accordo firmato nel 2007 tra la Borsa e LSE ha dato la necessaria spinta finale al processo di istituzione del mercato AIM Italia (Alternative Investment Market), in seguito anche al recepimento della direttiva MIFID (con la quale si regolamentano i *multilateral trading facilities*), dal momento che l'AIM è il più rappresentativo di tutti i mercati MTF regolamentati. Proprio perché AIM è una tipologia di mercato MTF, la sua vigilanza non è sottoposta

<sup>47</sup> Borsa Italiana S.p.a., *Guida alla quotazione su AIM Italia*, Equity Market Listing, Milano, 2010, pp. 1-56

alle Autorità di Controllo, bensì a Borsa Italiana stessa<sup>48</sup>. L'obiettivo primario di AIM Italia è, dunque, quello di fornire alle piccole e medie imprese italiane un sempre maggior flusso di investimenti esteri in capitale di rischio, provenienti da tutta l'Europa e, in particolare, dal mercato inglese.

## **2.4 I requisiti di accesso e permanenza nel mercato AIM Italia**

L'impianto organizzativo dell'AIM Italia si basa su due ben distinti regolamenti: il regolamento emittenti ed il regolamento *nominated adviser*<sup>49</sup> (d'ora in poi regolamento NOMAD).

Peculiarità di AIM Italia sono sicuramente un apparato normativo, gli obblighi e i costi di quotazione assai ridotti rispetto a tutti gli altri mercati. Infatti, sono fissati esclusivamente pochi requisiti particolari di trasparenza e di snellezza delle operazioni, ma mancano sicuramente quei requisiti minimi in termini di:

- Dimensione;
- Flottante;
- *Track record* positivo,

il possesso dei quali è invece imprescindibile negli altri mercati borsistici.

I requisiti di accesso ad AIM Italia sono riassunti nel prospetto 2.4.1, dal quale si può osservare che, rispetto a quelli del mercato MTA, per esempio, sono estremamente semplificati:

---

<sup>48</sup> D. Megna *et al.*, *Il processo di quotazione sul mercato Expandi*, Tecniche Finanziarie, Amministrazione e Finanza, n.21, 2006, pp. 45-52

<sup>49</sup> Il *nominated adviser* può essere rappresentato da una banca d'affari, un intermediario finanziario, o anche un qualsiasi tipo di associazione professionale iscritto presso l'albo tenuto da Borsa Italiana S.p.a.. Il suo compito è quello di fare da garante per la società quotanda per l'intero processo di quotazione, ed è di solito nominato NOMAD per semplicità.

FIGURA 1: AIM Italia e MTA a confronto  
(fonte: elaborazione di Borsa Italiana)

	
<p><b>Requisiti di ammissione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 10% flottante minimo tramite collocamento</li> <li>• Nomad assiste la società anche dopo l'ammissione a quotazione</li> </ul>	<p><b>Requisiti di ammissione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 40 mln € capitalizzazione minima</li> <li>• 25% flottante minimo (35% per STAR)</li> <li>• 3 anni di esistenza della società</li> <li>• Principi di <i>corporate governance</i> ispirati al Codice di Autodisciplina (obbligatori per STAR)</li> <li>• Sponsor assiste la società solo per l'ammissione a quotazione</li> </ul>
<p><b>Documenti per l'ammissione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Documento di ammissione</li> <li>• 3 bilanci certificati di cui 2 IFRS (ove esistenti)</li> </ul>	<p><b>Documenti per l'ammissione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospetto Informativo</li> <li>• QMAT, piano industriale, memorandum SCG</li> <li>• 3 bilanci certificati, di cui 2 IFRS</li> </ul>
<p><b>Procedura di ammissione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Procedura di ammissione gestita da Borsa Italiana in 10 gg</li> <li>• Approvazione del Prospetto Informativo da parte di Consob solo in presenza di offerta al pubblico</li> </ul>	<p><b>Procedura di ammissione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Procedura di ammissione gestita da Borsa Italiana in 60 gg dalla completezza della domanda</li> <li>• Approvazione del Prospetto Informativo da parte di Consob</li> </ul>
<p><b>Adempimenti post-quotazione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Obblighi di informativa al mercato</li> <li>• Specialista per il sostegno della liquidità del titolo</li> </ul>	<p><b>Adempimenti post-quotazione</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Resoconti trimestrali di gestione</li> <li>• Obblighi di informativa al mercato</li> <li>• Specialista obbligatorio per il solo segmento STAR</li> </ul>

Figura 2.4.1 Requisiti di accesso al mercato AIM Italia e MTA a confronto [Fonte: elaborazione di Borsa Italiana]

Naturalmente, la società che intende quotarsi sul mercato AIM non è esente da alcuni obblighi formali quali:<sup>50</sup>

- la costituzione sotto forma di società per azioni (S.p.a.);
- la garanzia della libera trasferibilità delle proprie azioni;
- la nomina di un *nominated adviser*;
- la dimostrazione di un sufficiente capitale operativo per la gestione dell'attività nei primi 12 mesi successivi alla prima quotazione;
- la presentazione di un Documento di Ammissione o, se necessario, di un prospetto informativo.

<sup>50</sup> Borsa Italiana S.p.a., *Guida alla quotazione su AIM Italia*, Equity Market Listing, Milano, 2010, pp. 1-56

Con riguardo all'ultimo punto, probabilmente il più importante, è da specificare che l'ammissione al mercato AIM Inglese, così come nell'AIM Italia, avviene di norma tramite un primo collocamento riservato esclusivamente ad investitori istituzionali quali *hedge funds, private banking, private equity e venture capital*. Sarà possibile solo successivamente iniziare la trattazione delle azioni con gli investitori *retail*. Perciò, se vi è un Admission Document redatto in fase di IPO, la rivendita successiva non obbliga la società a pubblicare un prospetto informativo, così come definito dal Regolamento 809/2004/CE.<sup>51</sup>

Fin qui il processo di quotazione risulta essere molto agevolato e snello, se non fosse che l'unica vera difficoltà dell'impresa che intende quotarsi è quella di convincere il NOMAD (che deve essere obbligatoriamente nominato come "garante" dell'intero procedimento) di possedere reali potenzialità di sviluppo e capacità di reperire senza problemi il capitale di rischio. La certificazione da parte del NOMAD equivale ad una diretta ammissione sul mercato, senza dover perciò ricevere l'autorizzazione finale da parte di Borsa Italiana.

Scendendo nel dettaglio, per poter accedere ad AIM Italia, l'emittente deve presentare a Borsa Italiana, almeno dieci giorni di mercato aperto prima della quotazione, la *comunicazione di pre-ammissione*, che deve contenere informazioni sul collocamento dell'attività all'interno del business di riferimento. Successivamente, almeno tre giorni di mercato aperto prima della quotazione, la società dovrà presentare oltre alla domanda di ammissione vera e propria, un documento pubblico di ammissione, costruito sul modello dello schema di prospetto come previsto dalle direttive dell'Unione Europea.

Il documento di ammissione, che sostituisce il Prospetto Informativo nel caso di quotazione sul mercato MTA, deve contenere informazioni utili ai fini di una più ampia trasparenza informativa per gli azionisti, gli investitori e il management; inoltre, sono richiesti gli ultimi tre bilanci d'esercizio certificati, di cui due redatti secondo i principi contabili internazionali IFRS. L'emittente dovrà inoltre presentare ulteriori informazioni nel caso in cui:

- avvengano cambiamenti riguardo l'assetto societario;

---

<sup>51</sup> L. Peyrano, *op. cit.*

- avvengano cambiamenti riguardo il gruppo dirigente;
- le azioni del gruppo dirigente vengano concordate;
- vi siano cambiamenti nella data di chiusura del bilancio, nel nome e nella sede della società;
- vi siano rilevanti differenze tra la vera *performance* economico-finanziaria e quanto dichiarato nel documento di ammissione.

Tali requisiti formali della documentazione verranno approfonditi successivamente in quanto sono i fondamentali punti della fase preparatoria di “*due diligence*” svolta dal Nomad.

Per riassumere, quindi, la permanenza di un’impresa sul mercato AIM Italia è prettamente legata alla continua sostenibilità da parte del NOMAD, che deve seguire l’intero iter di quotazione e rimanere “a fianco” dell’impresa anche successivamente. Da parte sua, il NOMAD deve garantire l’adeguatezza dell’impresa all’intero processo e far sì che questa rispetti il Regolamento per tutto il periodo. In particolare, però, sarà compito dell’impresa divulgare tutte le informazioni periodiche e i report sull’effettiva performance conseguita, nonché informare di qualsiasi avvenimento che modifichi la futura gestione, negativo o positivo che sia, che possa in qualche modo modificare l’andamento del corso azionario. Dall’altra parte, poi, Borsa Italiana tramite la specializzazione dell’operatore NOMAD, stabilisce la dimensione minima del flottante necessaria a fornire abbastanza liquidità al titolo emesso e i requisiti in termini di *corporate governance* adatti alla dimensione della società.

Per quanto riguarda i tempi di consegna dei documenti per poter essere ammessi al mercato, è stato stabilito che la relazione semestrale deve essere pubblicata nei primi sei mesi successivi all’ultimo prezzo di listino, e deve essere presentata con stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario a sezioni contrapposte, ed infine consegnata entro tre mesi dalla fine del periodo considerato. Diversa è invece la scadenza per la pubblicazione del bilancio d’esercizio, fissata entro i sei mesi dalla chiusura dello stesso.

## 2.5 Il processo di quotazione: le fasi di *due diligence* e la predisposizione della documentazione d'offerta

Come ampiamente dibattuto nel paragrafo precedente, il ruolo del NOMAD è di significativa importanza nell'intero *iter* di quotazione dell'impresa, fungendo da vero e proprio “garante” dell'Emittente nei confronti del mercato. L'imprenditore deve essere pronto, pertanto, ad una fase preparatoria alla quotazione vera e propria, che viene svolta dal Nomad attraverso l'accurato processo di *due diligence*.<sup>52</sup>

La durata del processo di quotazione dipende strettamente dalla quantità di tempo necessaria al Nomad per svolgere accuratamente tutte le attività di *due diligence* (in italiano, “analisi dei costi”) predefinite, che hanno la finalità di ottenere il rilascio della dichiarazione di appropriatezza della società Emittente. Quando si parla di *due diligence*, si fa riferimento, dunque, a tutto quel processo investigativo messo in atto dal Nomad al fine di trarre conclusioni esaustive, trasparenti e chiare sul valore economico e sulle condizioni dell'impresa per la quale vi siano intenzioni di investimento da parte del mercato. Nella *due diligence* vengono inoltre analizzate le probabilità di fallimento dell'azienda e le possibilità di sviluppo future della stessa.

Scendendo più nel dettaglio, una buona fase di preparazione, e quindi un efficace svolgimento di *due diligence*, dovrebbe interessare i seguenti punti, che verranno poi esaminati nel dettaglio nel corso del paragrafo:

- business;
- settore e posizionamento competitivo;
- strategia;
- dati finanziari;
- sistema di controllo e di gestione;
- struttura del gruppo;
- struttura manageriale ed organizzativa;
- *corporate governance*.

---

<sup>52</sup> Borsa Italiana S.p.a., *Guida alla quotazione su AIM Italia*, Equity Market Listing, Milano, 2010, pp. 1-56

1. La prima fase, il *business*, riguarda l'analisi dell'attività gestita dall'imprenditore, con l'intenzione di fornirgli tutti quei caratteri distintivi del top manager che sa ben relazionarsi con il mercato ed essere chiaro nella comunicazione con questo. Molto spesso, infatti, non tutti gli imprenditori riescono a fornire una chiara e precisa descrizione della loro attività, rimanendo molto spesso sul generico, con l'eventuale possibilità di una cattiva valutazione aziendale al termine dell'intero periodo preparatorio alla quotazione. Per superare queste problematiche, sono stati definiti dei "canoni comunicativi" che l'imprenditore dovrebbe rispettare. Infatti, quando la comunità finanziaria deve esaminare un'impresa, utilizza prevalentemente alcuni parametri, di cui il più importante è sicuramente la SBU (*Strategic Business Unit*), ovvero l'attività che ha il compito di sviluppare tutta la strategia d'impresa in una specifica area d'affari. Altri parametri possono essere: l'individuazione dei clienti e dei canali distributivi maggiormente di successo, così come le diverse linee di prodotto/servizio e gli ambiti geografici in cui l'impresa opera. Una volta chiariti questi parametri, si passa alla rappresentazione degli elementi distintivi del proprio business sui quali il top management deve puntare per convincere le istituzioni finanziarie che la propria attività presenta effettivamente le giuste potenzialità di creare valore per gli azionisti.

2. La seconda fase dell'analisi si svolge sul settore di appartenenza del business e sul *posizionamento competitivo* raggiunto dallo stesso, attraverso un ampio sistema di strumenti disponibili: le 5 forze di Porter, la *SWOT Analysis* o il modello Struttura-Condotto-Performance.

3. Un passo importante, poi, è rappresentato dalla definizione di una *strategia* chiara e dettagliata, in modo da capire in che direzione intenda muoversi la società quotanda, il cui fine ultimo è sempre la creazione di valore per gli azionisti. Accade spesso, tuttavia, che le piccole e medie imprese non siano preparate a fornire una buona descrizione della propria strategia competitiva, e talvolta oltre al Nomad, devono essere affiancate anche da un adviser per acquisire consapevolezza sulla loro importanza nei settori di riferimento. In particolare, considerando il target di imprese cui si rivolge AIM Italia, le strategie descritte devono avere come fine ultimo quello di accrescere il

fatturato, anche e soprattutto attraverso l'acquisizione di nuove quote di mercato all'interno della propria area competitiva.

4. Dopo aver affrontato queste prime tre tematiche, il focus dell'autodiagnosi dovrebbe spostarsi sull'analisi dei *dati finanziari storici*, fondamentali indicatori del successo già raggiunto sul settore competitivo di riferimento, e di quelli *prospettici* che traducono in termini quantitativi gli obiettivi della creazione del valore per gli esercizi futuri. Approfondendo meglio il tema della valutazione aziendale, che più rappresenti al mercato la situazione economico-finanziaria della società Emittente, è bene precisare che la comunità finanziaria apprezza notevolmente l'utilizzo di criteri finanziari che mettano in luce degli aggregati monetari spesso non presenti nei bilanci d'esercizio delle società non quotate come l'EBITDA, la posizione finanziaria netta e il capitale investito netto, grandezze utilizzate in tutte le metodologie di valutazione del valore economico dell'azienda (tra cui il *Discounted Cash Flow*, l'*EVA* e i *multipli di mercato*). Queste metodologie, infatti, riclassificano i dati elementari di bilancio secondo i suddetti criteri finanziari. Si riporta un esempio di riclassificazione dei dati di bilancio nella Fig. 2.5.1:

<b>CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO</b>	<b>STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO</b>
<b>RICAVI</b>	+ Immobilizzazioni nette
- Costo del venduto	+ Capitale circolante netto
<b>GROSS MARGIN</b>	+ <i>Rimanenze</i>
- Costo per servizi	+ <i>Crediti commerciali</i>
- Costo per il personale	- <i>Debiti commerciali</i>
- Spese generali e altri costi	+/- <i>Altri crediti/debiti correnti</i>
<b>EBITDA</b>	- Fondi
- Ammortamenti e svalutazioni	<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>
<b>EBIT</b>	<b>PATRIMONIO NETTO</b>
+/- Proventi/oneri finanziari	+ Debiti verso banche/altri finanziatori
+/- Proventi/oneri non ricorrenti	- Disponibilità liquide
<b>EBT</b>	<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>
- Imposte	
<b>RISULTATO NETTO</b>	

**Figura 2.5.1 La riclassificazione dei dati di bilancio [Fonte: Elaborazione di Borsa Italiana]**

Tuttavia, giova ricordare che ciò che è realmente importante per il top management e per gli esercizi futuri, sono i *dati finanziari prospettici*, dunque la base

quantitativa che viene utilizzata per comunicare con gli analisti e gli investitori sul mercato (*equity story*).

Inoltre, per un'azienda che si avvicina al mercato finanziario per la prima volta, è di fondamentale importanza predisporre un *piano industriale* ed un *action plan*. Il primo, è un documento che viene predisposto dal top manager ed indica le modalità attraverso le quali si intende creare valore per gli azionisti e su come gestire l'intera comunicazione finanziaria con il mercato. Il secondo, parte del piano industriale, elabora invece le strategie e la gestione dei dati finanziari prospettivi: quanto più l'action plan sarà dettagliato e preciso, tanto più facile sarà convincere il Nomad della reale capacità del manager di realizzare gli obiettivi prefissati.

Nel trattare il piano industriale e l'action plan, tuttavia, il manager non può prescindere dal riferirsi anche all'equilibrio finanziario dell'impresa, tematica molto delicata quando si parla di quotazione, rilasciando un'apposita dichiarazione a riguardo e sostenendo che *“a proprio giudizio, dopo aver svolto tutte le necessarie ed approfondite indagini, il capitale circolante a disposizione dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo è sufficiente per le sue esigenze attuali (cioè per almeno dodici mesi a decorrere dalla data di emissione)”*, come cita la *“Guida alla quotazione su AIM Italia”* di Borsa Italiana<sup>53</sup>. Quindi, l'analisi da svolgere sull'equilibrio finanziario per poter predisporre della dichiarazione dovrebbe riguardare i seguenti aspetti:

- Cash flow prodotti e dinamiche del capitale circolante netto;
- Capacità di indebitamento e rischio finanziario;
- Posizione finanziaria netta;
- Caratteristiche dei contratti di finanziamento;
- Contratti derivati.

Il primo aspetto riguarda la capacità imprenditoriale di coprire con i propri cash flow in entrata (somma di ammortamenti e utile netto) i costi generati dall'assorbimento del capitale circolante netto e gli investimenti netti di mantenimento/sostituzione. Il mercato AIM Italia, rivolgendosi a quelle piccole e medie imprese che negli anni hanno

---

<sup>53</sup> Borsa Italiana S.p.a. *op. cit.*, pp. 25

dimostrato grande capacità di assorbimento di cassa del capitale circolante netto, sostiene maggiormente quelle imprese che, finanziariamente sane, dimostrano di saper svolgere un *business as usual*, autofinanziandosi, cioè, con le risorse generate internamente e ricorrendo all'indebitamento, o all'aumento di capitale tramite quotazione sul mercato, solamente per finanziare consistenti investimenti strategici di crescita.

Sebbene l'emittente si trovi in una situazione di equilibrio finanziario, è sempre opportuno verificare la disponibilità liquida necessaria per coprire gli investimenti di crescita e i debiti a scadenza. Giova ricordare che il rilascio della dichiarazione sul capitale circolante netto richiede la copertura di tutte le obbligazioni societarie che giungono a scadenza nei 12 mesi successivi alla data di ammissione sul mercato.

Com'è noto, poi, il collocamento sul mercato di qualsiasi società dipende dalla sua capacità di indebitamento e dal suo profilo di rischio finanziario. Queste due caratteristiche sono verificate naturalmente dalle istituzioni bancarie sulla base di alcuni parametri finanziari, dei quali il più usato è sicuramente il rapporto Posizione Finanziaria Netta/EBITDA, poiché esprime realmente la capacità di gestione dei debiti netti esistenti o l'eventuale necessità di una ristrutturazione finanziaria, obiettivo sicuramente non perseguito dal mercato AIM Italia.

Un altro aspetto che non può essere trascurato in questa fase di autoanalisi è rappresentato dal *Sistema di controllo di gestione*, d'ora in poi SCG, della società emittente. Per potersi quotare, infatti, la società emittente deve fornire un'apposita relazione a riguardo mettendo in evidenza che *“sono state predisposte procedure che diano ragionevoli basi agli amministratori per formarsi un giudizio appropriato in relazione alla posizione finanziaria e alle prospettive dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo”*.<sup>54</sup> Deve essere perciò esaustivo di tutte quelle informazioni fondamentali per condurre il business e per comunicare con le istituzioni finanziarie. Per essere valido ed efficace, il SCG dovrebbe consentire l'elaborazione di un piano industriale, con obiettivi economico-finanziari coerenti con la formulazione del budget, essere coerente in termini di sistema di pianificazione e reporting associati alla struttura organizzativa in essere. Riguardo quest'ultima caratteristica, un efficiente sistema di

---

<sup>54</sup> Borsa Italiana S.p.a., *op. cit.*, p. 30

reporting è necessario per poter monitorare, in modo continuo e tempestivo, tutti quegli indicatori che sono ritenuti maggiormente importanti per la conduzione dell'attività; in particolare, quindi, oltre ai documenti formali obbligatori da presentare con scadenza semestrale, è necessario presentare, con cadenza trimestrale, tutta quella documentazione integrativa che riguarda i principali dati economico-finanziari consolidati come i ricavi, la marginalità e la posizione finanziaria netta.

Naturalmente, anche un'attenta analisi alla struttura manageriale della società fa parte dell'iter di *due diligence* svolto dal Nomad, in quanto si vuole comprendere se le persone, le funzioni e i ruoli siano adeguati a gestire l'intera operatività aziendale. E' necessario che l'impresa si doti di persone con esperienza e professionalità, come, primo tra tutti, un responsabile finanziario. Il CFO (*Chief Financial Officer*), è di vitale importanza per l'intero processo di quotazione e per far sì che il titolo della società emittente permanga nel listino. La stessa importanza riveste anche l'*Investor Relator*, che funge da "tramite" tra il mercato e coloro che sono ai vertici dell'azienda e che valuta l'adeguatezza del valore dell'impresa espresso sul mercato con il reale andamento aziendale.

Infine, ma non per questo meno importante, il Nomad analizza in modo scrupoloso il governo societario, che si indica con il termine *corporate governance*. Quest'ultimo sta a significare l'insieme di procedure e prassi volte al regolamento del governo aziendale, così come la direzione ed il controllo societario tali da assicurare una trasparenza verso il mercato, la tutela degli azionisti di minoranza ed infine una corretta gestione operativa. Bisogna precisare, però, che il Regolamento di AIM Italia non prevede alcun requisito particolare in merito al tema della *corporate governance*, a differenza del mercato MTA dove invece le imprese devono rifarsi ai principi ispirati al Codice di Autodisciplina delle Società quotate.<sup>55</sup> Sarà quindi incarico del Nomad stesso valutare l'adozione di determinati sistemi di governo societario per l'impresa Emittente.

Per concludere l'analisi della fase di *due diligence*, bisogna aggiungere che è consigliato adottare, sin dalla prima fase di autodiagnosi, procedure e prassi che

---

<sup>55</sup> Il presente Codice, approvato dal Comitato per la Corporate Governance nel marzo 2006, è stato modificato nel marzo 2010 mediante la sostituzione dell'articolo 7 (ora articolo 6) ed è stato aggiornato nei mesi di dicembre 2011 e luglio 2014.

assicurino la maggior trasparenza e chiarezza possibili nei confronti delle parti correlate<sup>56</sup>, come recita l'articolo 2325-bis c.c..<sup>57</sup>

Quanto detto, può essere riassunto dal seguente prospetto riassuntivo dell'intero iter del processo di quotazione, dalla fase preliminare fino al collocamento.

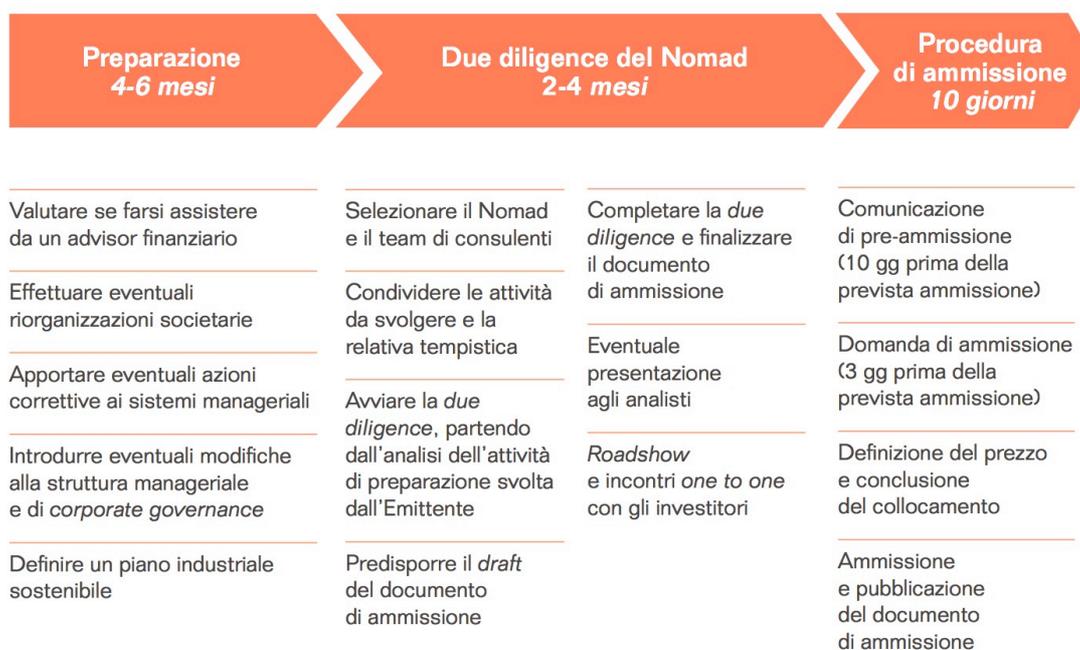


Figura 2.5.2 Fasi del processo di quotazione su AIM Italia [Fonte: Elaborazione di Borsa Italiana]

## 2.6 I costi della quotazione

I costi che la società Emittente deve sostenere per l'intero processo di collocamento sul mercato AIM Italia sono di certo rilevanti. Occorre ritenere però, che il loro sostenimento è giustificato da tutta una serie di benefici per lo status della società quotanda<sup>58</sup> che superano, di gran lunga, l'onere finanziario da sostenere.

<sup>56</sup> Consob, *Delibera di Consob n. 17221 del 12/03/2010 (Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate)*, [www.consob.it](http://www.consob.it), [25 Agosto 2015]

<sup>57</sup> Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio

- [1] Ai fini dell'applicazione del presente titolo, sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

- [2] Le norme di questo titolo si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali.

<sup>58</sup> Cfr. capitolo 2, paragrafo 2.2

Accanto ai cosiddetti *costi indiretti* (legati alle modifiche che riguardano la struttura e le modalità di gestione per rendersi compatibile con i requisiti della quotazione), ed al *costo implicito* legato al fenomeno dell'eventuale *underpricing* (nel caso in cui il prezzo iniziale di emissione risulti inferiore rispetto al valore riconosciuto dal mercato), vi sono *costi diretti ed espliciti* associati sia all'ingresso sul mercato che alla permanenza nello stesso.

Di fatto, il costo totale di un'operazione di tale portata varia consistentemente in relazione a due parametri fondamentali:

- La dimensione della società;
- La complessità dell'operazione.

Perciò, si può sostenere che i costi diretti ed espliciti sostenuti dalla società sono costi sicuramente variabili, proprio secondo i due parametri suddetti, e si classificano in due tipologie:

- Il *costo di collocamento* dei titoli, effettuato dal Broker, che viene calcolato come una percentuale sull'intero capitale raccolto che varia, in genere, tra il 3% e il 6%. E' ovvio che all'aumentare della dimensione societaria, il costo sale.
- Il *costo iniziale di ammissione* da riconoscere a Borsa Italiana S.p.a., che varia anch'esso in relazione al quantitativo di capitale da raccogliere calcolato il primo giorno di ammissione.

Ovviamente, non sono solo quelli elencati i costi che la società quotanda deve sostenere. Questa deve anche considerare, infatti, un'importante quantità di costi fissi volti a remunerare tutti i soggetti coinvolti nel processo di quotazione, come il Nomad, la società di revisione, consulenti legali ed eventuali altri esperti.

Per concludere, quindi, una società quotanda su AIM Italia può ben considerare un costo complessivo da sostenere pari al 10% circa del capitale raccolto.<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> L. Peyrano, *op. cit.*

## Capitolo 3

---

### **Piquadro S.p.a.: da impresa familiare a leader multinazionale grazie alla quotazione sul mercato AIM Italia**

#### *Introduzione*

Nel seguente capitolo verrà esaminata l'evoluzione patrimoniale e finanziaria di una delle più grandi Società del *fashion* e del *design made in Italy*, Piquadro S.p.a.. L'analisi partirà da una brevissima introduzione alla storia ed alla filosofia che da sempre accompagna il marchio Piquadro, per poi andare ad esaminare la struttura proprietaria e di controllo attuale. Dopodiché, l'attenzione si concentrerà sull'intero processo di quotazione intrapreso dall'azienda nel 2007 (verranno inoltre definite le modalità utilizzate per la determinazione dell'IPO) e culminato con l'ammissione alla negoziazione dei titoli societari sul mercato Expandi prima, ed AIM Italia dopo, in contemporanea al processo di internazionalizzazione che ha portato all'apertura di numerosi punti vendita monomarca in tutto il Mondo. Infine, si esamineranno quali sono i piani strategici di crescita dell'impresa per il futuro, in particolare verranno trattate le caratteristiche principali del *Piano di Stock Option 2012-2017*.

L'intera analisi del seguente capitolo è stata resa possibile grazie alla ricca e dettagliata documentazione che si può facilmente reperire sul sito ufficiale di Piquadro S.p.a. e direttamente sui siti di Borsa Italiana e Consob, a partire dai numerosi Comunicati Stampa riguardanti l'intero iter della quotazione (Richiesta di Ammissione, Approvazione del Bilancio da parte dell'Assemblea degli Azionisti, etc.), passando per un'attenta rielaborazione dei principali dati presenti nel *Prospetto Informativo* e nel *Resoconto Intermedio di Gestione del Gruppo Piquadro S.p.a.* aggiornato al 30 Giugno 2015.

### **3.1 Accenni alla storia ed alla filosofia dell'azienda**

Era il 1987 a Riola di Vergato, in provincia di Bologna, quando Marco Palmieri, attuale Presidente ed Amministratore Delegato della Società, alla giovane età di 22 anni fondava Piquadro, una piccola azienda familiare che produce da quasi venti anni articoli di pelletteria, sviluppando soluzioni tecnologiche ed innovative assolutamente nuove per il mercato di riferimento. All'origine costituita come Società a Responsabilità Limitata, Piquadro Design Factory S.r.l. si è trasformata in Società per Azioni in data 18 Luglio 2005 e solo successivamente, tramite approvazione della Delibera dell'Assemblea straordinaria firmata il 15 Settembre 2005, è divenuta l'attuale Piquadro S.p.a..

Nei suoi primi dieci anni di attività, fino quindi al 1998, Piquadro produce per conto delle più grandi aziende italiane di pelletteria di lusso, affacciandosi solo successivamente al mercato con il proprio marchio già prestigioso. Dopo aver analizzato la nicchia di mercato nella quale inserirsi, il target dei clienti e i più efficienti canali distributivi, viene aperta nel 2000 la prima boutique monomarca a Milano, alla quale seguiranno quella di Roma e dell'aeroporto di Milano Linate nel 2002.

Già a partire dal 2003, parte della produzione viene delocalizzata in uno stabilimento della Cina Meridionale, di cui Piquadro acquisisce il 50%, con lo scopo di salvaguardare il design ma allo stesso tempo di contenere i costi, esportando così il proprio modo di fare *business* e il caratteristico management italiano, con la finalità principale di creare una partnership, e di ampliare così le vendite anche verso l'Oriente, in forte crescita in quel periodo.

Nel 2004, Piquadro intraprende un processo di internazionalizzazione attraverso importanti investimenti e l'apertura di nuovi punti vendita all'estero, a partire da quelli di Mosca e Barcellona, mentre continua la diffusione del marchio in Italia. Seguono le aperture di punti vendita nelle note città di Shanghai, Hong Kong e Pechino.

Continua la crescita dell'azienda quando nel Luglio del 2005 nasce Piquadro Holding S.p.a. che, attualmente, è detenuta per il 68,37% del capitale sociale dallo stesso fondatore Marco Palmieri. L'apertura del nuovo punto vendita a Silla di Gaggio Montano (dove vengono gestiti i processi di ricerca, sviluppo e logistica) nel 2006,

precede solo di un anno la quotazione sulla Borsa Italiana di Milano nel segmento Expandi, di cui si parlerà nel più avanti.

La fenomenale crescita aziendale di Piquadro fa sì che nel 2011 si giunga all'apertura del loro centesimo punto vendita nel distretto finanziario di Toronto, seguita dal lancio di una nuova linea di prodotti, Sartoria, che è possibile attualmente personalizzare direttamente tramite un'applicazione da iPad. L'eccezionale spirito innovativo ed originale dell'azienda la spinge ad aprire la sua sede ufficiale a Milano, correlata da uno spettacolare showroom al fine di globalizzare sempre di più il marchio. Le ultime due imprese di Piquadro, rispettivamente nel 2013 e nel 2014, sono state le aperture di altre due boutique monomarca a Parigi e a Londra.

Fin dai primi anni di produzione era ben chiara la filosofia dell'azienda, basata sullo sviluppo di articoli di pelletteria innovativi per il business, che si distinguono per il loro inconfondibile stile italiano e per la loro eleganza ed originalità. Design, comfort e tecnologia sono di fatto i tre pilastri fondamentali su cui si basa la strategia di mercato dell'impresa, che l'ha portata a depositare numerosi brevetti a riconoscimento delle novità tecnico-funzionali implementate nei loro prodotti. Il tratto caratteristico di questi prodotti è, di fatto, la piena contaminazione tra l'industria ed il design innovativo.

Piquadro, operando da sempre nel settore del design e dell'innovazione, ha fin da subito stupito il vasto pubblico di consumatori (che va dai 25 ai 50 anni, con il 60% dei consumatori di genere maschile ed il 40% di genere femminile) con prodotti dallo stile informale ma allo stesso tempo molto professionale. Ciò che caratterizza, infatti, i prodotti Piquadro dal resto dei classici articoli di pelletteria dei *competitors*, è la progettazione di ognuno di questi secondo la filosofia del *tech-inside*, che va ben oltre alla mera presenza di accessori completamente *high tech*. Infatti, l'azienda è da sempre attenta nella ricerca di nuovi materiali, nuovi test per verificare l'affidabilità del prodotto e nuove soluzioni di organizzazione interna per rendere i propri articoli sempre più comodi e pratici per un uso costante e giornaliero.

Inoltre, dalla collaborazione con le principali scuole di design di tutta Italia, che va ormai avanti da molti anni, Piquadro è riuscita a sviluppare delle soluzioni e dei progetti all'avanguardia, in nome della loro leva competitiva caratterizzata da ricerca e proprietà intellettuale. La collaborazione con i giovani designer italiani, infatti,

rappresenta per l'azienda uno strumento irrinunciabile per poter puntare i riflettori anche sui giovani emergenti nel mondo del design, permettendo loro di collaborare direttamente al processo produttivo aziendale e confrontandosi con i top manager nei numerosi workshop organizzati annualmente.

### **3.2 Struttura proprietaria e di controllo**

La Società Piquadro S.p.a, costituitasi nel 26 aprile 2005, era caratterizzata da un capitale sociale sottoscritto tramite il conferimento di un ramo d'azienda dell'attività di Ex-Piquadro (ora Piquubo S.p.a., ultima controllante della società). Alla data di approvazione del Resoconto Intermedio di Gestione Consolidato<sup>60</sup>, il 30 Giugno 2015, la società è controllata da Marco Palmieri tramite la controllante Piquubo S.p.a, di cui possiede il 100% del capitale sociale. Piquubo S.p.a detiene il 93,34% del capitale sociale di Piquadro Holding S.p.a. che, a sua volta, possiede il 68,37% di Piquadro S.p.a.. Quest'ultima, come si approfondirà più avanti, è la società quotata alla Borsa di Milano, sul mercato Expandi, dal 25 ottobre 2007.

Per quanto riguarda la struttura del Gruppo, cui fa capo Piquadro S.p.a., bisogna evidenziare i rapporti con le parti correlate, rappresentate dalle società controllate che svolgono principalmente attività di distribuzione dei prodotti o di produzione degli stessi. Nel primo gruppo rientrano le seguenti Società controllate:

- Piquadro Espana SLU;
- Piquadro Hong Kong Ltd;
- Piquadro Deutschland GmbH;
- Piquadro Trading –Shenzhen- Ltd. e Piquadro Taiwan Co. Ltd.;
- Piquadro France SARL;
- Piquadro Swiss SA;
- Piquadro UK Limited;
- Piquadro USA LLC.

---

<sup>60</sup> Emarket Storage, *Rendiconto intermedio di gestione consolidato*, 30 Marzo 2015. Per ulteriori informazioni si rinvia al sito: [http://www.emarketstorage.com/storage/20150806/20150806\\_5129.1163485.pdf](http://www.emarketstorage.com/storage/20150806/20150806_5129.1163485.pdf) [20 Settembre 2015].

Nel secondo caso, ad occuparsi direttamente della produzione, è Uni Best Leather Goods Zhongsanhg Co. Ltd.

L'attuale struttura proprietaria del Gruppo Piquadro può essere riassunta nella Fig. 3.2.1:<sup>61</sup>

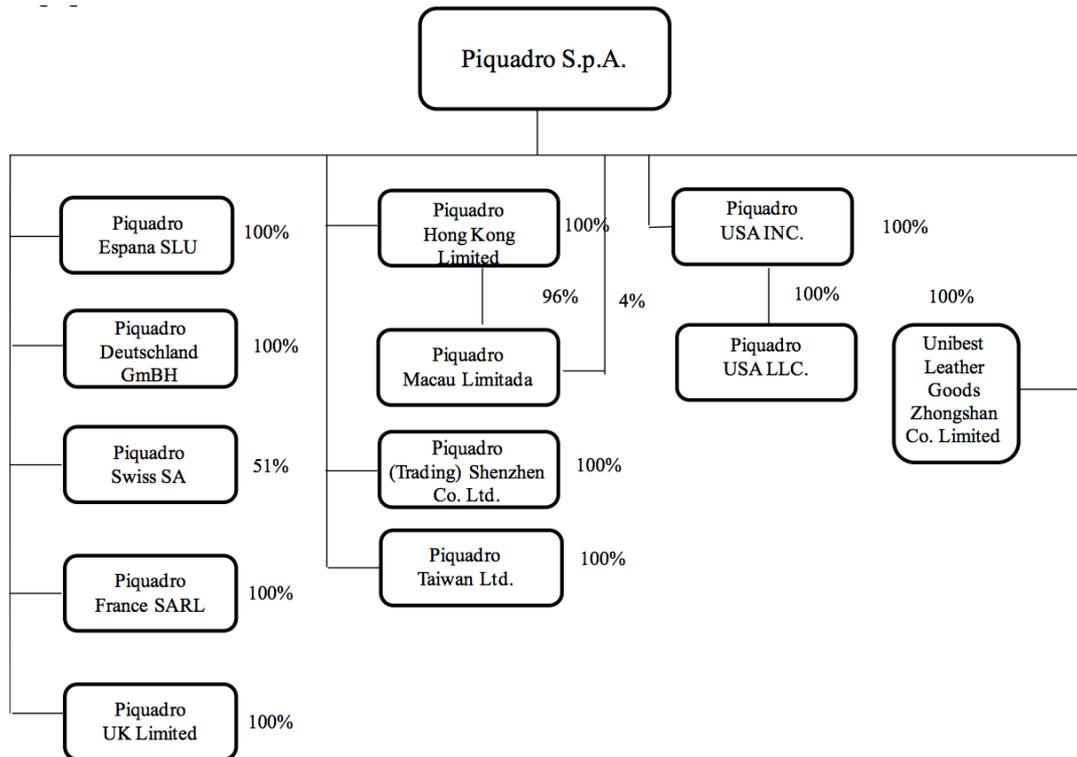


Figura 3.2.1 Struttura del Gruppo Piquadro S.p.a. [Fonte: <http://www.piquadro.com/it/struttura-del-gruppo>]

Tali società risultano controllate, dal momento in cui la società holding detiene il potere, diretto od indiretto, di gestire il loro business e di ottenerne i benefici, poiché facente capo alla maggioranza dei diritti di voto.

Analizzando i bilanci consolidati intermedi chiusi al 30 Giugno 2015 e al 30 Giugno 2014<sup>62</sup>, inerenti sia il bilanci infrannuali della Capogruppo Piquadro S.p.a. e

<sup>61</sup> Piquadro S.p.a., *Struttura del Gruppo*, [www.piquadro.com/it/struttura-del-gruppo](http://www.piquadro.com/it/struttura-del-gruppo)

quelli di tutte le società controllate su cui essa esercita il controllo direttamente od indirettamente, si evince che nessuna nuova Società è entrata a far parte dell'area di consolidamento alla data odierna.

Esaminando l'intera area di consolidamento al 30 Giugno 2015, si riporta nella Tabella 3.2.2. l'elenco completo delle società controllate dalla holding Piquadro S.p.a., con i relativi dati di capitale sociale e patrimonio netto rilevati secondo i principi contabili italiani o esteri (le società controllate del Gruppo hanno redatto i propri bilanci semestrali secondo i principi contabili italiani o esteri, mentre la relazione sul consolidamento è stata redatta secondo i *principi contabili internazionali IFRS*):

Denominazione	Sede	Stato	Valuta	Capitale Sociale (valuta locale/000)	Patrimonio netto (Euro/000)	% di controllo
Piquadro S.p.A.	Gaggio Montano (BO)	Italia	Euro	1.000	36.198	Capogruppo
Piquadro Espana Slu	Barcelona	Spagna	Euro	898	765	100%
Piquadro Deutschland GmbH	Monaco	Germania	Euro	25	(37)	100%
Uni Best Leather Goods Zhongshan Co Limited	Guangdong	Repubblica Popolare Cinese	RMB	22.090	629	100%
Piquadro Hong Kong Limited	Hong Kong	Hong Kong	HKD	2.000	134	100%
Piquadro Macau Limitada	Macao	Macao	HKD	25	107	100%
Piquadro Trading (Shenzhen) Co. Ltd.	Shenzhen	Repubblica Popolare Cinese	RMB	13.799	1.236	100%
Piquadro Taiwan Co. Ltd.	Taipei	Taiwan	NTD	25.000	828	100%
Piquadro France SARL	Parigi	Francia	EUR	2.500	2.550	100%
Piquadro Swiss SA	Mendrisio	Svizzera	CHF	100	(124)	51%
Piquadro UK Limited	Londra	Regno Unito	GBP	1.000	1.407	100%
Piquadro USA Inc.	Delaware	USA	USD	995	847	100%
Piquadro LLC	Delaware	USA	USD	995	843	100%

**Figura 3.2.2. Area di Consolidamento al 30 giugno 2015 [Fonte: Rendimento intermedio di gestione consolidato, Piquadro S.p.a.]**

Il processo di consolidamento effettuato dalla Capogruppo viene gestito utilizzando il metodo dell'integrazione globale, perciò reperendo tutte le voci dell'attivo

<sup>62</sup> Emarket Storage, *Rendiconto intermedio di gestione consolidato*, 30 Marzo 2015. Per ulteriori informazioni si rinvia al sito: [http://www.emarketstorage.com/storage/20150806/20150806\\_5129.1163485.pdf](http://www.emarketstorage.com/storage/20150806/20150806_5129.1163485.pdf) [20 Settembre 2015].

e del passivo nella loro integrità dalla data in cui ha avuto inizio il controllo e sino alla chiusura della stesso.

Infine, si riporta per completezza la struttura di *Corporate Governance* alla data odierna:

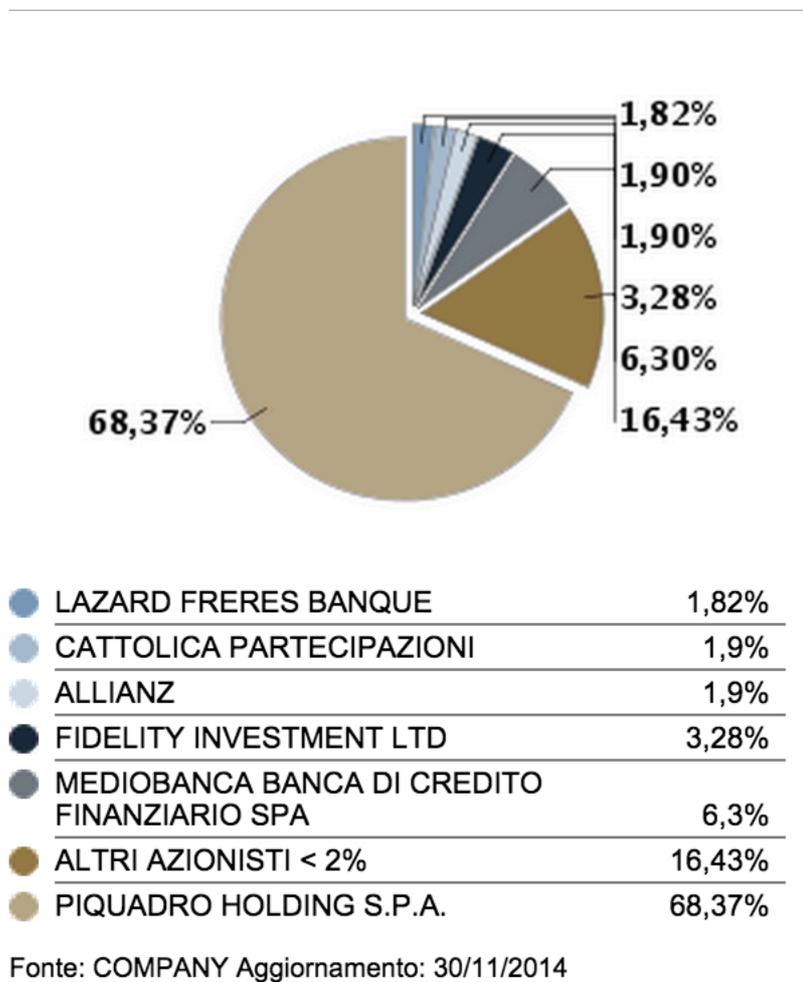


Figura 3.2.3 Corporate Governance di Piquadro S.p.a. (Fonte: Borsa Italiana)

### 3.3 Il processo di quotazione sul mercato AIM Italia

Per poter essere approvato, il progetto di quotazione deve essere presentato all'Assemblea degli Azionisti della Società Emittente. Gli azionisti di Piquadro S.p.a. hanno approvato il progetto per il collocamento delle azioni societarie sul Mercato Expandi, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a.. Come Global Coordinator, Sole

Bookrunner, Listing Partner e Responsabile del collocamento era stata scelta Mediobanca – Banca di credito finanziario S.p.a.

Con provvedimento n.5502 del 1° Ottobre 2007, Borsa Italiana ha predisposto l'ammissione alle negoziazioni sul mercato Expandi delle azioni ordinarie della società Piquadro S.p.a., successivamente alla presentazione della domanda di ammissione da parte di quest'ultima.<sup>63</sup>

L'Offerta Pubblica Globale di Piquadro, che aveva per oggetto l'ammissione al mercato Expandi, prevedeva un numero di Azioni pari a 15.220.000 ovvero circa il 30,44% del capitale della Società, messe in vendita dall'Azionista Venditore. Con riferimento all'offerta pubblica globale si intendeva:

- un'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) per un ammontare minimo di 1.525.000 Azioni, corrispondenti al 10% dell'Offerta Pubblica Globale. L'OPV era rivolta principalmente al pubblico indistinto ed ai dipendenti ed escludeva gli Operatori Qualificati (fatta eccezione per le persone fisiche di cui all'articolo 31, comma 2 del Regolamento Intermediari) così come gli investitori istituzionali all'estero che potevano invece aderire al Collocamento Istituzionale; e
- un Collocamento Istituzionale per un ammontare massimo di 13.695.000 Azioni per gli Investitori Istituzionali in Italia ed all'Estero (con l'esclusione di alcuni Paesi come gli Stati Uniti d'America, l'Australia, il Giappone e la Cina).

In particolare, l'Offerta Pubblica di Vendita prevedeva:

- una prima offerta per il pubblico indistinto, delle cui Azioni assegnate solamente una quota non superiore al 30% era destinata alle adesioni da parte del pubblico indistinto per un ammontare pari al Lotto Minimo di Adesione Maggiorato o ai suoi multipli<sup>64</sup>; e

---

<sup>63</sup> Piquadro S.p.a., *Prospetto informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'Ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle Azioni Ordinarie di Piquadro S.p.a.*, Bologna, 2007, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 Settembre 2015]

<sup>64</sup> Piquadro S.p.a., *Sezione Seconda, Capitolo 5, Paragrafo 5.1.6 del "Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a."*, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 Settembre 2015].

- una seconda offerta riservata ai Dipendenti e chiamata perciò l'”Offerta ai Dipendenti”, per un quantitativo pari a due Lotti Minimi ciascuno, corrispondenti a 425.000 Azioni Ordinarie.

### 3.3.1 Over Allotment e Opzione Greenshoe

L’Azionista Venditore può anche concedere al Coordinatore dell’Offerta Pubblica Globale la possibilità di chiedere in prestito ulteriori azioni, fino al quantitativo massimo di 2.280.000, che corrispondono a circa il 15% del numero di Azioni che rientrano nell’Offerta. Questo processo, conosciuto anche come *Over Allotment* oppure *Opzione Greenshoe*, in caso di Collocamento Istituzionale, permette al Coordinatore di esercitare tale opzione per collocare le Azioni prese in prestito presso gli Investitori Istituzionali.<sup>65</sup> Le dimensioni dell’Offerta vengono perciò aumentate in caso di necessità di risposta alla domanda di titoli da parte degli investitori, ma dovrà esserne fatta nota nel prospetto informativo, al fine di garantire la massima trasparenza dell’iter di Offerta.

Pertanto se l’opzione *greenshoe*, che ha durata massima di 30 giorni (successivi alla data di inizio delle negoziazioni dei titoli della Società Emittente sul mercato Expandi), viene esercitata, gli azionisti della Società Emittente perdono alcune quote di partecipazione, in seguito ad un aumento del numero di azioni poste in vendita. Tuttavia, come è stato detto, *l’over allotment* (e quindi la *greenshoe*) è esercitato per adeguarsi alla richiesta di titoli di Investitori Istituzionali, perciò quando la domanda è maggiore dell’offerta. Come effetto diretto della *greenshoe*, il prezzo del titolo tende a crescere fino a diventare addirittura maggiore del prezzo di sottoscrizione.

Per la Società Emittente che presenti un IPO di successo e titoli apprezzati dagli Investitori, l’esercizio di tale opzione è sicuramente vantaggioso in quanto questa emetterà un numero maggiore di azioni e andrà a modificare la propria struttura finanziaria (aumenta infatti il numero dei titoli in circolazione e il flottante del titolo).

---

<sup>65</sup> Piquadro S.p.a, *Sezione Seconda, Capitolo 5, Paragrafo 5.2.5 del “Prospetto Informativo relativo all’Offerta Pubblica di Vendita e all’ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a.”*, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 Settembre 2015]

### 3.3.2 L'Intervallo di Prezzo ed il Prezzo di Offerta

Il 19 ottobre 2007 si concludeva l'Offerta Pubblica Globale di Azioni ordinarie di Piquadro S.p.a., dopo aver ricevuto, in data 12 ottobre, il nulla osta da parte di Consob alla pubblicazione del Prospetto Informativo e di quotazione relativo all'Offerta Pubblica di Vendita. Il pubblico indistinto e i principali investitori italiani ed esteri hanno positivamente aderito all'Offerta con una partecipazione di circa, rispettivamente, 11 volte la quota riservata e superando di 3,6 volte l'Offerta stessa. In particolare, l'adesione al collocamento istituzionale da parte di investitori esteri ha rappresentato circa il 50% della domanda globale.

L'Emittente Piquadro S.p.a., con la collaborazione del Coordinatore dell'Offerta Pubblica Globale, e col fine ultimo di raccogliere una maggiore partecipazione alle negoziazioni da parte degli Investitori Istituzionali (solo nel caso di un Collocamento Istituzionale), individuava un intervallo di prezzo delle Azioni societarie. L'Intervallo di Prezzo variava da un valore minimo di Offerta pari a *2,1 euro per Azione*, fino ad un valore massimo di *2,3 euro per Azione*, vincolante ai fini della determinazione del prezzo d'Offerta finale. Tale valore massimo di prezzo corrispondeva ad una valorizzazione del capitale tra i 105.000.000 e i 115.000.000 euro. Naturalmente, il prezzo massimo di Offerta era equivalente al valore massimo che risultava dalla determinazione dell' "Intervallo di Prezzo".<sup>66</sup>

Per la determinazione del prezzo di Offerta è stato utilizzato il meccanismo dell'*open price*. Per essere specifici, all'inizio della fase di *bookbuilding* viene definito, come è stato detto, l'intervallo di prezzo (*price range*), sulla base delle indicazioni fornite sia dagli Investitori Istituzionali che dalle condizioni del mercato. Ulteriori basi di definizione risultano essere il risultato d'esercizio della società Emittente, così come l'analisi delle prospettive di sviluppo, che sono ottenute applicando le più comunemente usate metodologie di valutazione della dottrina. Nel caso in cui l'intervallo di prezzo risulti variabile (*open price bookbuilding*), questo risulta modificabile nel corso del

---

<sup>66</sup> Piquadro S.p.a., *Prospetto Informativo Relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'Ammissione alle Negoziazioni nel mercato Expandi, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a delle Azioni Ordinarie di Piquadro S.p.a.*, sezione "Dettagli dell'Offerta Pubblica e dell'Ammissione alle Negoziazioni", pag. 32, 12 ottobre 2007

*bookbuilding*, ma condizione imprescindibile è quella di fissare un valore massimo, vincolante per la determinazione del prezzo finale delle Azioni.

L'Assemblea degli Azionisti di Piquadro S.p.a., il 14 giugno 2007, approvava il Bilancio relativo all'esercizio 1 aprile 2006 – 31 marzo 2007. Il Bilancio consolidato del Gruppo, redatto secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS come richiesto dalla procedura, registrava un fatturato pari a 35,7 milioni di euro, un EBITDA pari a 10,7 milioni di euro (in aumento dell'82% rispetto all'esercizio precedente) e un Utile Netto di 5,3 milioni di euro, rispetto ai 3 dell'anno precedente. La Posizione Finanziaria Netta si attestava agli 11,1 milioni di euro, dopo aver distribuito dividendi per 2,4 milioni.<sup>67</sup>

Una volta determinato quindi l'intervallo di prezzo, si è giunti a fissare il prezzo di Offerta delle Azioni ordinarie di Piquadro S.p.a. a *2,2 euro* per azione, con capitalizzazione totale pari a *110 milioni*, (50.000.000 azioni in circolazione, come si vede nella Fig. 3.3.3). Sia per l'Offerta Pubblica di Vendita che per il Collocamento Istituzionale il prezzo di Offerta risultava essere uguale. La prima giornata di negoziazione, il 25 ottobre 2007, ha segnato subito un rialzo positivo del prezzo del titolo (+5,11%), chiudendo la giornata con il prezzo a ben *2,3 euro*.

Situazione aggiornata sulla base delle comunicazioni pervenute ai sensi di legge ed elaborate fino al 08/09/2015  
**Capitale Sociale PIQUADRO SPA**

Azioni totali	50.000.000
Azioni totali con diritto di voto	50.000.000
Azioni ordinarie	50.000.000
Azioni privilegiate	0
Azioni di risparmio	0
Azioni di risparmio convertibili	0
Valore Nominale	senza v.n.
Valuta	EUR

**Figura 3.3.3 Capitalizzazione di Piquadro S.p.a. alla prima giornata di quotazione [Fonte: [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com)]**

<sup>67</sup> Piquadro S.p.a., *Bilancio e approvazione progetto di quotazione*, Comunicato Stampa, Silla di Gaggio Montano, 2007, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 Settembre 2015]

Come detto, ai fini della valutazione aziendale si possono utilizzare diverse metodologie previste dalla dottrina, due delle quali di maggiore frequenza: il cosiddetto *Discounted Cash flow* e il *metodo dei multipli*. Il primo metodo finanziario prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici (scontati secondo un certo tasso di interesse) ottenuta utilizzando la seguente relazione:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad [3.1]$$

dove:

$CF_1, CF_2, \dots, CF_n$  = flussi di cassa degli anni da 1 a n

r = tasso di attualizzazione (WACC)

In particolare, il *WACC (Wighted Average Cost of Capital)*, rappresenta la remunerazione che l'azienda si aspetta di dover pagare in media a tutti i suoi azionisti per poter finanziare la propria attività ed è utilizzato per valutare la convenienza di quei progetti di investimento che presentano lo stesso livello di rischio dell'impresa nel suo complesso. La formula del WACC è la seguente:

$$WACC = \frac{E}{V} (Re) + \frac{D}{V} (Rd)(1-t) \quad [3.2]$$

dove:

E = Valore di mercato del patrimonio netto dell'impresa

V = E + D = Valore di mercato totale dell'impresa (Capitale di rischio + Capitale di debito)

D = Valore di mercato del debito dell'impresa

Re = Costo del capitale proprio

Rd = Costo del capitale di debito

t = Aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Il secondo metodo finalizzato alla valutazione aziendale è il cosiddetto “Metodo dei Multipli di Mercato”, utilizzato proprio da Piquadro S.p.a. al momento della quotazione in Borsa. Tale metodo consente la comparazione della Società Emittente con alcune società di riferimento già quotate, sulla base di alcuni indici economico-finanziari di valutazione. Tale metodo finanziario è da preferire al calcolo del *Discounted Cash Flow*, in quanto rende possibile, soprattutto in fase di quotazione in Borsa, la comparazione di varie imprese con stessi modelli di *business*, dimensione e mercato di appartenenza, risultando agevole nel momento di una decisione riguardo diverse possibilità di investimento come, appunto, la quotazione in Borsa.

Nella valutazione di Piquadro S.p.a. è stato individuato un campione di imprese comparabili sulla base sia dimensionale che di alcune peculiarità comuni, quali il business di appartenenza. In particolare, sono state selezionate di volta in volta aziende quotate che operano nel settore della *pelletteria branded*, nel mercato della moda di lusso e nel settore dei *beni di consumo branded*. Pertanto, per le caratteristiche appena descritte, venivano selezionate le seguenti imprese quotate: Antichi Pellettieri (Italia), Bang & Olufsen (Danimarca), Coach (USA), Geox (Italia), Hermes (Francia), LVMH (Francia), Nice (Italia), Poltrona Frau (Italia), Swatch Group (Svizzera) e Tod's (Italia).<sup>68</sup> Nella valutazione di Piquadro secondo il metodo dei multipli di mercato sono stati utilizzati due indicatori che si usano nella prassi ancora oggi, cioè il rapporto tra *Enterprise Value*<sup>69</sup> e EBITDA e fra capitalizzazione di mercato ed utile netto (*Price to Earnings Ratio*).

Analizzando i dati economici e patrimoniali della Società al 31 Marzo 2007, redatti secondo i Principi Contabili Internazionali, in comune con le Società corrispondenti quotate nello stesso intervallo di prezzo, si è giunti al calcolo dei seguenti indicatori EV/Ebitda e P/E, mostrati nella tabella 3.3.1:

---

<sup>68</sup> Piquadro S.p.a., *Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a.*, Sezione Seconda, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.1, Silla di Gaggio Montano, 2007, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 Settembre 2015]

<sup>69</sup> Tale valore rappresenta la misura del valore della società ed è noto anche come “valore dell'impresa”. Le modalità di calcolo dell' EV sono due, a seconda del livello di indebitamento:  
a) Nel caso di società indebitate:  $EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto}$ ;  
b) Nel caso di società non indebitate:  $EV = \text{capitalizzazione di borsa} - \text{liquidità netta}$ .

Multiplo calcolato su	EV/EBITDA	P/E
Valore minimo dell'Intervallo di Prezzo	circa 10,8 volte	circa 19,7 volte
Valore massimo dell'Intervallo di Prezzo	circa 11,8 volte	circa 21,6 volte

**Figura 3.3.1** Moltiplicatori EV/Ebitda e P/E relativi alla Società Piquadro S.p.a. ottenuti valutando la valutazione Società corrispondente nello stesso Intervallo di Prezzo.

### **3.4 Risultati del bilancio consolidato del Gruppo per l'esercizio fiscale 2014/2015 e Piano di Stock Option 2012-2017**

Al 31 marzo 2015, data di chiusura dell'esercizio fiscale 2014/2015, Piquadro S.p.a registrava un fatturato pari a 67,2 milioni di Euro, in aumento del 6,6% rispetto all'anno precedente, quando chiudeva l'esercizio a 63,05 milioni. Tale incremento di fatturato è sicuramente da attribuire alla crescita dei due canali distributivi della società (DOS<sup>70</sup> e Wholesale<sup>71</sup>).

Scendendo più nel dettaglio, il canale DOS ha registrato una crescita del 6,6% rispetto all'anno precedente, includendo una larga fetta di fatturato relativo al sito e-commerce del Gruppo (aumentato del 42,6%). Secondo i dati registrati da Same Store Sales Growth (SSSG), il quarto trimestre (gennaio-marzo 2015) ha segnato un rialzo del fatturato del sito e-commerce pari al 55%. Questo dato è stato calcolato da SSSG come media a livello mondiale dei tassi di crescita dei ricavi registrati nei canali DOS dal momento della loro esistenza (1° Aprile 2013), ed è risultato positivo e pari al 2,9% di crescita a cambi correnti e al 2,0% di crescita a cambi costanti. Per quanto riguarda, invece, il più generale dato di SSSG per il quarto trimestre, si è avuta una crescita dell'8,2% a cambi correnti e del 6,9% a cambi costanti.

Analizzando l'andamento del canale Wholesale, invece, si registravano vendite per il 64% del fatturato totale del Gruppo, aumentate del 6,6% dopo il 31 marzo 2015, con il 12% da attribuire all'Italia. All'estero però, nonostante la crescita del canale del

<sup>70</sup> I canali distributivi DOS rappresentano i punti vendita diretti della Società.

<sup>71</sup> Wholesale rappresenta la vendita dei beni prodotti ad un rivenditore.

14,4% rispetto agli altri mercati europei, le vendite hanno registrato un calo generale pari al 16,7% da attribuire alla contrazione degli ordini da parte dei due più importanti mercati esteri per Piquadro: la Russia e l'Ucraina. La crescita del mercato estero è sicuramente da imputare alla Germania e alla Spagna che hanno trainato le vendite registrando un aumento del, rispettivamente, 7,1% e 9,7%.

Ampliando i confini dell'analisi e spostandosi nell'area geografica extra-europea, le vendite del canale Wholesale hanno registrato un incremento pari al 62,0%, rappresentando il 3% del fatturato globale. Nell'area geografica extra-europea il fatturato è però complessivamente diminuito del 4,9% rispetto all'esercizio 2013/2014, per effetto della riorganizzazione della distribuzione nei mercati asiatici che ha portato alla chiusura di quattordici negozi DOS a Hong Kong, Macao, Cina e Taiwan nell'ottica di istituire un nuovo modello distributivo che è culminato con la stesura dell'accordo con un partner cinese.

Dalle parole di Marco Palmieri, Presidente e Amministratore Delegato di Piquadro S.p.a., *«La crescita del fatturato nell'esercizio 2014/2015, al netto delle dinamiche negative del mercato russo e dalla riorganizzazione del mercato cinese, passato da una distribuzione diretta ad una indiretta, si è rivelata importante e si è realizzata in tutti i canali e in tutti i mercati, con un'accelerazione significativa nel quarto trimestre sia per i negozi che per l'e-commerce»*, si intuisce chiaramente come la forza del marchio Piquadro in Italia ed all'estero consenta, nonostante l'attuale contesto incerto e volatile, di effettuare performance di crescita notevoli. La posizione di leadership sui maggiori mercati di pelletteria di lusso è sicuramente riconfermata anche per quest'anno e lo sarà anche per il futuro, dato anche *«..da crescite di fatturato e dall'ampliamento della rete distributiva nei mercati esteri che ci danno ragione di guardare con ottimismo alle prospettive di crescita internazionali.»*, come conferma lo stesso Palmieri.<sup>72</sup>

Inoltre, per incentivare gli Amministratori Esecutivi, i Dirigenti con Responsabilità Strategiche, gli stessi Dipendenti e i Collaboratori della Società (e delle altre società del Gruppo) alla partecipazione congiunta al piano di crescita della società

---

<sup>72</sup> Piquadro: fatturato in crescita del 6,6% nell'esercizio 2014/2015, Financial Trend Analysis, <http://www.trend-online.com/ansa/fta192729/>, [20 settembre 2015]

Piquadro e dell'intero Gruppo, nel Settembre 2012 è stato approvato il Regolamento del nuovo “*Piano di Stock Option Piquadro S.p.a. 2012-2017*” riservato, appunto, alle figure sopra citate. Il “Nuovo Piano 2012-2017” è stato approvato con le finalità ultime di:

- *attribuire in forza del piano n. 3.600.000 opzioni delle massime n. 4.699.900 deliberate;*
- *determinare in Euro 1,53 il prezzo di sottoscrizione delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a. di nuova emissione da pagarsi dai beneficiari al momento della sottoscrizione delle azioni;*
- *approvare l'elenco delle persone destinatarie del piano e il numero di diritti di opzione assegnati a ciascuna di esse.*<sup>73</sup>

In tale piano di crescita per Piquadro S.p.a. sono stati inoltre posti alcuni limiti sulla maturazione in più soluzioni delle opzioni, rispettivamente:

- *del 30%, alla data di approvazione del bilancio dell'esercizio 2014/2015, ma entro il 30 Settembre 2015;*
- *di un ulteriore 30%, alla data di approvazione del bilancio dell'esercizio 2015/2016, ma entro il 30 Settembre 2016;*
- *del residuo 40%, alla data di approvazione del bilancio dell'esercizio 2016/2017, ma comunque entro il 30 Settembre 2017.*

Ovviamente, per i limiti posti in essere, devono ricorrere alcune condizioni quali:

- *deve permanere il rapporto di amministrazione, lavoro subordinato ovvero collaborazione del beneficiario del suddetto piano;*
- *l'intero Gruppo Piquadro deve raggiungere specifici obiettivi di performance, rappresentati da precisi target per l'EBIT consolidato minimo fissati dal Consiglio di Amministrazione, per ogni esercizio dal 2015 al 2017. In ogni caso il Gruppo deve presentare una posizione finanziaria netta positiva;*

---

<sup>73</sup> *Piquadro S.p.A: al via il “Piano di Stock Option 2012-2017”, per maggiori informazioni si rinvia al seguente link: [http://cdnlevel3.piquadro.com/media/attachments/58CS\\_Piquadro\\_SOP\\_2012\\_2017.pdf](http://cdnlevel3.piquadro.com/media/attachments/58CS_Piquadro_SOP_2012_2017.pdf), [23 settembre 2015]*

- infine, dal momento in cui le opzioni assegnate cominciano ad essere esercitate, le azioni ordinarie di Piquadro devono essere ancora ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano.<sup>74</sup>

Di seguito, nella Fig. 3.4.1, si riporta l'andamento del titolo di Piquadro S.p.a. alla data del 22 Settembre 2015:



Figura 3.4.1 Andamento del titolo azionario di Piquadro S.p.a. alla data 22 Settembre 2015 (Fonte: Borsa Italiana)

<sup>74</sup> Il prezzo dell'esercizio delle opzioni è stato fissato da Consiglio, dopo l'Assemblea degli Azionisti del giorno 24 Luglio 2012, tenendo conto della media dei prezzi ufficiali di chiusura di borsa delle azioni Piquadro degli ultimi 30 giorni precedenti la data di assegnazione delle opzioni.

In ultima analisi, quindi, si può assolutamente affermare che Piquadro è la chiara dimostrazione che il *Made in Italy* e l'imprenditorialità giovanile funzionano. Da impresa familiare a leader multinazionale nel settore della pelletteria di lusso, Piquadro S.p.a. è riuscita a far conoscere subito il proprio marchio nel territorio nazionale e successivamente a sbarcare anche all'estero, acquisendo una posizione di leadership in due mercati che in Italia (e nel Mondo) non conosceranno mai crisi, quello della moda e del *design*. Ma Piquadro non è solo moda e design. E' innovazione, tecnologia, attenzione per il dettaglio, diligenza nella scelta di materiali solo di altissima qualità e scrupolosa cura per il *consumer service*, valori che per un'impresa devono rappresentare i punti cardine di un *business* che ha come obiettivo quello di assicurarsi una posizione di vantaggio competitivo sui più importanti mercati nazionali ed internazionali.

## Conclusione

---

La conclusione del presente elaborato non vuole essere una ripetizione di concetti già espressi, perciò sarà un'analisi delle concrete possibilità di crescita delle piccole e medie imprese del nostro Paese e degli incentivi di cui possono godere.

E' abbastanza evidente come il *Made in Italy* abbia bisogno di una maggiore crescita dimensionale in termini di *export*, per evitare di essere sopraffatto da prodotti esteri di scarsa qualità (e sempre più spesso contraffatti, si pensi al *Made in China*) che di buono hanno ben poco. Certo, il periodo di crisi che sta vivendo il Bel Paese rappresenta un ulteriore freno alla nascita di nuove imprese ed allo sviluppo di quelle già esistenti ma, con il giusto approccio e la corretta mentalità, anche per le PMI Italiane una possibilità c'è. La parola giusta è *cambiamento*, inteso sia in termini di un diverso approccio al mercato sia di un continuo aggiornamento con il progresso tecnologico e le nuove conoscenze. Se si volessero identificare, le tre parole chiave per il successo di una *small and mid cap* sarebbero: mercato, digitalizzazione e conoscenza. Difatti, i mercati finanziari (sia nazionali che internazionali) sono in continuo aggiornamento per poter "sopportare" la sempre maggiore competitività che caratterizza il sistema economico odierno, incerto e pericoloso, ed il cambiamento nello *status* delle imprese italiane è di vitale importanza. Quotarsi in Borsa rappresenta, pertanto, un evento di straordinaria portata e un grande passo avanti verso il cambiamento, a prescindere dal risultato finale: genera nuove situazioni e compagini all'interno dell'azienda e non solo dal punto di vista del *management*, ma soprattutto a livello di dinamiche di *governance*.

Al fine di ridare vitalità e possibilità di sviluppo ad un mercato (quello italiano) che sembra ormai sottoutilizzato, dovrebbero essere individuati quegli elementi in grado di fortificare i legami tra i mercati finanziari e le imprese (in particolare quelle piccole/medie che presentano maggiori difficoltà di quelle grandi). Insistere su tali leve, infatti, può aiutare le PMI a riallacciare un rapporto con il mercato che sia continuativo e facilitato. Incentivare, per esempio, le piccole imprese in un'ottica di natura fiscale crea dei meccanismi di avvicinamento alla Borsa, generando differenziazione tra *players* quotati e *players* privati. Basti pensare agli stessi costi dell'intero processo di quotazione che possono disincentivare l'imprenditore ad "affacciarsi" al mondo del

mercato del capitale di rischio. Un secondo modo per incentivare le imprese può essere un regime più favorevole per le imprese quotate che, reinvestendo gli utili generati, possono aprire il proprio capitale al di là di ogni logica familiare e di *governance* interne. Infatti, creando nuovi veicoli di finanziamento che sono a loro volta quotabili, si tende a stimolare sia il lato della domanda che quello dell'offerta.

Una terza tipologia di incentivi è poi rappresentata da una semplificazione sia normativa sia di durata del processo, assai lungo, entrambi intesi in senso ampio come riduzione di tutti i costi indiretti connessi all' *iter* di quotazione. Un importante passo avanti per ridurre i tempi del tortuoso processo di ammissione in Borsa, è stato fatto con la creazione del portale QUICK, servizio gestito on-line da Borsa Italiana dal 2008. Attraverso tale portale è possibile gestire tutte le fasi del processo di ammissione e quotazione, consentendo così alle Società Emittenti, ai numerosi sponsor e *nominated adviser* di velocizzare la trasmissione della documentazione necessaria alla quotazione e di qualsiasi altro tipo di informazione.

Ma, dati alla mano, non è poi tutto così nero come sembra. Infatti un interessantissimo report, frutto della collaborazione tra *Symbola (Fondazione per le Qualità Italiane)* e *CNA (Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa)*<sup>75</sup>, ha dimostrato come, in realtà, bisogna avere fiducia nelle nostrane piccole e medie imprese, soprattutto in questo momento di relativa "uscita" dalla crisi (dopo ben otto lunghi anni). L'Italia ha tutte le caratteristiche per poter tornare a vincere e a competere con le maggiori potenze mondiali e importanti passi in avanti sono già stati fatti. Basti pensare che in Europa siamo solo appena dietro la Germania per capacità di innovazione, con ben 65.481 aziende<sup>76</sup> che, negli ultimi tre anni, hanno introdotto innovazioni di processo o di prodotto. Tali imprese, perciò, non devono più rappresentare un peso per l'economia italiana, bensì devono diventare la chiave di lettura del *Made in Italy* per eccellenza e qualità dei prodotti che presentano. Difatti, un quinto del valore aggiunto prodotto in Europa, dalle imprese con meno di 50 dipendenti, arriva proprio dalle numerose piccole imprese artigiane del nostro Paese, contribuendo

---

<sup>75</sup> E. Realacci *et al.*, *Le PMI e la sfida della qualità. Un'economia a misura d'Italia.*, Symbola, CNA, Aprile 2015

<sup>76</sup> Più dell'80% di queste aziende presenta un numero di addetti inferiori a 50, segno evidente che non conta la dimensione aziendale quando si tratta di capacità all'innovazione.

per un valore di ben 77 miliardi di Euro. La fiducia nello sviluppo delle piccole e medie imprese del Bel Paese è giustificata anche dalla crescita di quest'ultime a ritmi superiori rispetto alle omonime imprese degli altri grandi paesi europei, segno di riconoscimento da parte dei mercati della qualità del prodotto italiano. Insomma, se ci si sofferma con attenzione ad osservare il mondo delle PMI, ci si rende conto che non si parla più solamente di competitività, export o fatturati, ma anche della capacità di essere le vere protagoniste di una valorizzazione che riguarda il capitale umano, la tradizione, il territorio ed il rispetto dell'ambiente a pari passo con la crescita economica.

In conclusione, per poter sperare di uscire definitivamente dal tunnel della crisi e di tornare a guardare con aspettative di rivincita i partner europei e i maggiori competitors, il nostro Paese deve necessariamente valorizzare il mondo delle piccole e medie imprese, sostenendole sotto qualsiasi aspetto che riguardi la crescita (come la quotazione in Borsa, ma non solo) e sfruttando obbligatoriamente un evento di portata mondiale qual è l'EXPO, unica e vera occasione per far sì che i successi di moltissimi piccoli imprenditori italiani diventino il successo di un intero sistema economico che guarda, finalmente, verso il futuro.

## Bibliografia

---

- A. Dessy et al., *Capitale di rischio e sviluppo d'impresa*, EGEA, Milano, 2001.
- A. Dessy et al., *Le piccole e medie imprese ed il capitale di rischio*, EGEA, Milano, 1989.
- A. Franzosi et al., *Gli effetti della quotazione. Evidenza delle small and mid caps italiane*, Borsa Italiana, Bit Notes, n.13 Giugno 2005.
- Banca d'Italia, *Relazione annuale. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*, 2007.
- Borsa Italiana S.p.a., *Guida alla quotazione su AIM Italia*, Equity Market Listing, Milano, 2010, pp. 1-56.
- Borsa Italiana S.p.a., *MTA e MTAX: ripartizione degli strumenti finanziari tra i segmenti di negoziazione in vigore dal 24 settembre 2007*, Avviso n.16546, 14 Settembre 2007, per maggiori informazioni è possibile consultare il comunicato: [http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/avvisosegmentazione\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/avvisosegmentazione_pdf.htm)
- Borsa Italiana S.p.a., *Regolamento relativo alla nuova segmentazione del mercato e all'introduzione del segmento STAR, deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana il 26 luglio 2000 e approvato dalla Consob con Delibera n. 12744 del 5 ottobre 2000*, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), [15 agosto 2015].
- C. Iosio, *IPO per le PMI Italiane. Guida pratica e consigli utili per quotarsi in borsa con successo*, IPSOA, Milano, 2011.
- Consob, *Delibera Consob n. 2725 del 19 febbraio 1987*, [www.consob.it](http://www.consob.it), [10 Agosto 2015].

Consob, *Bollettino Consob, Regolamento Testo Integrato, Delibera n. 4808 del 24.7.1990*, n.7 luglio 1990, [www.consob.it](http://www.consob.it), [10 Agosto 2015].

Consob, *Delibera di Consob n. 17221 del 12/03/2010, Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate.*

D. Megna *et al.*, *Il processo di quotazione sul mercato Expandi*, Tecniche Finanziarie, Amministrazione e Finanza, n.21, 2006, pp. 45-52.

E. Realacci *et al.*, *Le PMI e la sfida della qualità. Un'economia a misura d'Italia.*, Symbola, CNA, Aprile 2015.

Emarket Storage, *Rendiconto intermedio di gestione consolidato*, 30 Marzo 2015. Per ulteriori informazioni si rinvia al seguente link:

[http://www.emarketstorage.com/storage/20150806/20150806\\_5129.1163485.pdf](http://www.emarketstorage.com/storage/20150806/20150806_5129.1163485.pdf) [20 Settembre 2015].

F. Ferragina *et al.*, *AIM Italia e quotazione delle Pmi. Minori regole e maggiori possibilità di successo*, *Contabilità, finanza e controllo*, Kon, 2008, pp. 990-999.

F. Ferragina, *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*, *Contabilità, finanza e controllo*, Kon, 2007, pp. 525-531.

G. Brunetti, *Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile*, Banche e Banchieri, 1983.

G. Petrella, *I nuovi secondi mercati europei. Valutazioni di convenienza alla quotazione per una Pmi*, EGEA, Milano, 1997.

L. Parrini, *Il mercato Expandi. La quotazione in Borsa per le Pmi*, IPSOA, 2006.

L. Peyrano, *Il mercato di borsa per le Pmi: AIM Italia. Il nuovo mercato per fare impresa. Nuovi strumenti finanziari a supporto delle piccole e medie imprese*, Il Sole 24Ore, Milano, 2009.

M. Fumagalli, *Chi quoterà le PMI Italiane*, *La Voce*, per maggiori informazioni si rimanda al seguente link: <http://www.lavoce.info/archives/24754/chi-quotera-le-pmi-italiane/>, [7 Settembre 2015].

P. Mottura, *Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d'impresa*, *Finanza Marketing e Produzione*, n.1, 1987.

Piquadro S.p.a., *Bilancio e approvazione progetto di quotazione*, Comunicato Stampa, Silla di Gaggio Montano, 2007, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [23 settembre 2015].

Piquadro S.p.a., *Prospetto informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'Ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle Azioni Ordinarie di Piquadro S.p.a.*, Bologna, 2007, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 settembre 2015].

Piquadro S.p.a., *Sezione Seconda, Capitolo 5, Paragrafo 5.1.6 del "Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a."*, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 settembre 2015].

Piquadro S.p.a., *Sezione Seconda, Capitolo 5, Paragrafo 5.2.5 del "Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a."*, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 settembre 2015].

Piquadro S.p.a., *Sezione Seconda, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.1 del Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione alle negoziazioni*

*nel mercato Expandi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni ordinarie di Piquadro S.p.a.*, Silla di Gaggio Montano, 2007, [www.piquadro.com](http://www.piquadro.com), [10 settembre 2015].