

**Dipartimento di Impresa e Management**

**Cattedra di Controllo di Gestione Avanzato**

**Il Mercato Alternativo del Capitale:  
Confronto tra quello Italiano e quello Inglese.  
Il caso Triboo Media**

**RELATORE**

*Chiar. mo Prof. Fabrizio Di Lazzaro*

**CANDIDATO**

*Maria Gabriella Lanzotti*

*Matr. 661701*

**CORRELATORE**

*Chiar. mo Prof. Eugenio Pinto*

**Anno Accademico 2014/2015**

## **Indice**

<b>PREMESSA</b> .....	3
 <b>1 IL RISIKO DEL MERCATO ALTERNATIVI DI INVESTIMENTO</b>	
<b>1.1 Introduzione ai Mercati Alternativi</b> .....	5
<b>1.2 Distribuzione Mondiale dei Mercati Alternativi</b> .....	10
1.2.1 America .....	11
1.2.2 Asia –Pacifico .....	13
1.2.3 Africa .....	16
1.2.4 Europa .....	18
<b>1.3 Statistiche</b> .....	22
1.3.1 Evoluzione storica dei Mercati Alternativi .....	22
1.3.2 Società quotate : tra investimenti Nazionali ed Esteri .....	23
1.3.3 La Capitalizzazione Media.....	25
 <b>2 THE ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET OF LONDON STOCK EXCHANGE</b>	
<b>2.1 AIM UK: il mercato in crescita di maggior successo</b> .....	29
<b>2.2 Peculiarità dell'AIM rispetto al Mercato Principale</b> .....	35
<b>2.3 Il Processo di quotazione</b> .....	38
2.3.1 FASE 1: La scelta del team di consulenti .....	40
2.3.2 FASE 2: La Due Diligence.....	44
2.3.3 FASE 3: La preparazione dei documenti di ammissione.....	46
2.3.4 FASE 4: Marketing.....	49
<b>2.4 Costi e Benefici</b> .....	50
2.4.1 Costi .....	50

2.4.2 Benefici.....	52
<b>2.5 I fattori chiave del successo.....</b>	<b>54</b>
<b>3 L'ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET DI BORSA ITALIANA</b>	
<b>3.1 Il paradosso del Sistema Economico Italiano.....</b>	<b>57</b>
<b>3.2 Evoluzione storica dei Mercati Italiani per le PMI.....</b>	<b>62</b>
<b>3.3 Differenze tra AIM UK ed AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale.....</b>	<b>66</b>
<b>3.4 Analisi delle Società Italiane quotate su AIM.....</b>	<b>69</b>
<b>3.5 Problematiche connesse alla quotazione su AIM .....</b>	<b>74</b>
3.5.1 I Costi della quotazione pubblica.....	78
3.5.2 I vantaggi della quotazione pubblica.....	80
3.5.3 La responsabilità della scarsa quotazione di PMI nel sistema italiano dei mercati azionari .....	81
<b>3.6 Sviluppi Futuri .....</b>	<b>83</b>
<b>4 IL CASO TRIBOO MEDIA</b>	
<b>4.1 Il settore Hi-tech in Italia.....</b>	<b>88</b>
<b>4.2 Analisi del caso Triboo Media.....</b>	<b>90</b>
<b>4.3 Analisi del settore di Triboo Media.....</b>	<b>96</b>
<b>4.4 Situazione Economica di Triboo Media triennio 2011-2013.....</b>	<b>100</b>
<b>4.5 Situazione Patrimoniale di Triboo Media triennio 2011-2013.....</b>	<b>102</b>
<b>4.6 Analisi Economica e indici di redditività di Triboo Media.....</b>	<b>104</b>
<b>4.7 Altre voci dello Stato Patrimoniale di Triboo Media triennio 2011-2013.....</b>	<b>106</b>
<b>5 CONCLUSIONI.....</b>	<b>109</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>118</b>

**Il Mercato Alternativo del Capitale**  
**Confronto tra quello Italiano e quello Inglese**  
**Il Caso Triboo Media**

***Premessa***

*I Mercati Alternativi del Capitale sono mercati azionari di secondo livello, caratterizzati da una regolamentazione più flessibile e da un processo di quotazione meno costoso. Tali caratteristiche consentono l'accesso al capitale anche a piccole e medie imprese con un buon potenziale di crescita, ma che non dispongono dei requisiti per essere quotate sui mercati principali. L'istituzione di tali mercati è piuttosto recente e, nella maggior parte dei casi, di grande successo. Nel mondo, ad oggi, sono presenti più di trenta mercati alternativi del capitale, in rapida crescita e distribuiti in tutti i cinque Continenti. Essi inglobano aziende che operano in svariati settori economici ed hanno una capitalizzazione di mercato complessiva superiore a 600 miliardi di USD. Il panorama caratterizzante tali mercati è piuttosto complesso ed eterogeneo, per cui al fine di semplificare l'analisi, l'intero set di mercati è stato suddiviso in quattro principali aree geografiche: America, Europa, Asia - Pacifico, Africa - Medio Oriente. Per ogni area è stato studiato il trend generale degli ultimi anni, il numero delle società quotate, la loro capitalizzazione e l'attrattività dei mercati nei confronti degli investitori esteri.*

*Tra tutti i mercati alternativi, questa tesi si concentra sull' Alternative Investment Market del London Stock Exchange (AIM UK) e di Borsa Italiana (AIM Italia), analizzando poi un settore comune ad entrambi i mercati, il settore dell'Hi-tech.*

*Questi due mercati sono nominalmente gli stessi, ma mentre il primo rappresenta l'esempio più riuscito di mercato secondario, leader mondiale per gli investimenti e per numero di società quotate; il secondo è la chiara dimostrazione di come l'estensione di un modello di successo in un contesto diverso non è sufficiente a garantire un eguale successo.*

*L'analisi è stata particolarmente concentrata sulla ricerca delle cause delle differenze di performance , che sono strettamente collegate alla diversa cornice italiana e britannica.*

*Dal confronto di AIM UK e AIM Italia, in termini di normative, requisiti di ammissione e ambienti operativi , il presente lavoro analizza i fattori chiave che maggiormente contribuiscono alla creazione delle condizioni efficienti per una quotazione di successo.*

*La tesi presenta anche lo studio di un caso: il caso Triboo Media. Questa è una delle principali aziende italiane indipendenti specializzate nel settore digitale del mercato pubblicitario.*

*I dati utilizzati per le analisi e le valutazioni del presente studio sono quelli disponibili a tutto il 31.10.2015.*

*Every nation on the Earth that embraces  
market economics and the free  
enterprise system is pulling millions of its  
people out poverty. The free enterprise  
system creates prosperity, not denies it.*

*Marco Rubio*

# 1

## **Il RISIKO del Mercato Alternativo di Investimento**

### **1.1 INTRODUZIONE AI MERCATI ALTERNATIVI**

Le principali teorie economiche concordano sul fatto che i mercati “equi” siano un punto di forza per l’economia (*Stringham e Chen, 2012*). Tale teoria fu proposta anche da Adam Smith (1776), il quale sosteneva che l’ “auto-concorrenza” dei soggetti che operano sul libero mercato conduceva ad un beneficio per la società nel suo insieme; mantenendo il prezzo basso, ad esempio, si aveva un incentivo per una vasta gamma di beni e servizi. Il ruolo centrale dei mercati è, quindi da ritenersi fondamentale sia per le aziende, che attraverso i mercati azionari possono rapidamente far crescere il loro capitale , sia per quegli investitori che decidono di scommettere sul successo delle società quotate. Nonostante il concetto generale di mercato azionario sia associato allo scambio nazionale, gestito dallo Stato e dedicato solo alle grandi imprese, oggi ci sono diversi esempi di mercati regolamentati, anche privatamente, destinati alle piccole e medie imprese. L'attuale organizzazione dei mercati azionari, infatti, è

caratterizzata dalla presenza di una pluralità di mercati, mercati che si trovano in diverse aree geografiche del mondo e che sono specializzati in svariati tipi di attività economiche . Un fattore discriminante importante è il livello differente della regolamentazione: regolamentazioni rigorose si evincono nei principali mercati , più flessibili sono , invece, quelle che riguardano i mercati di secondo e terzo livello . Questa eterogeneità crea una sorta di concorrenza. Come dimostrato dalla “ *Teoria di Concorrenza Perfetta*” (Begg et al.,2001), questo è un fattore positivo per il sistema economico perché la libera concorrenza garantisce la massima efficienza.

Data una dotazione iniziale di risorse l' ottimo Paretiano si raggiunge nel punto in cui non è possibile migliorare la condizione di un individuo, in pratica aumentare il suo benessere personale senza diminuire il benessere di un altro<sup>1</sup>. Alla luce di questo, la posizione di monopolio nel mercato azionario nazionale non rappresenta la migliore allocazione possibile.

Un aumento della scelta tra mercati simili aumenta la concorrenza e , anche se può diminuire il benessere del monopolista , sarà , in teoria , più che compensata dall'aumento del benessere di una molteplicità di nuovi potenziali investitori .

Uno dei principali problemi circa il funzionamento efficiente del mercato azionario è legato al concetto di "riservatezza" . Può capitare, infatti, che le persone che operano nel mercato dispongano di informazioni privilegiate e che sfruttino tali asimmetrie informative per ottenere un indebito vantaggio.

Inoltre, per ottenere il rendimento desiderato, talvolta gli operatori di mercato assumono comportamenti scorretti. Se gli investitori e le imprese non hanno fiducia in chi gestisce i mercati ci saranno meno investimenti di successo, aumentando così l'inefficienza sul mercato degli investimenti (Prentice, 2002).

---

<sup>1</sup> Ottimo paretiano o efficienza Paretiana ( Vilfredo Pareto , 1848-1923 ) è uno stato economico di allocazione di risorse in cui è impossibile effettuare un qualsiasi ulteriore miglioramento senza peggiorare la condizione di un altro. Dato un primo stanziamento di merci tra un insieme di individui , una modifica, una diversa ripartizione che migliora la situazione di un individuo senza arrecare peggioramenti ad un altro è chiamata allocazione Paretiana. La ripartizione è definito come Pareto ottimale o Pareto efficiente se nessun ulteriore miglioramento può essere fatto.

Una delle soluzioni che maggiormente vengono proposte per affrontare questo problema è l'intervento del governo come "*super partes*", quindi come *garante* che gestisca in maniera efficiente la negoziazione tra le parti (*Rajan e Zingales, 2004*).

I governi non sono sempre necessari per garantire il corretto funzionamento dei mercati. Infatti nel corso degli ultimi anni ci sono stati molti casi di mercati regolamentati senza ausilio governativo, regolamentati in sostanza "*privatamente*".

Oggi ci sono diversi esempi di borse valori che differiscono sia nella regolazione interna sia nei requisiti di ammissione. Questa varietà di regole ha fatto sì che i potenziali investitori potessero scegliere il mercato su cui operare, basandosi anche sulle varie forme regolamentari (*Romano, 1998*).

Un caso di successo di mercato privatamente regolamentato è rappresentato dall'***Alternative Investment Market (AIM)*** del London Stock Exchange.

La forza del suddetto mercato risiede nella sua regolamentazione flessibile, che consente l'accesso al capitale anche alle piccole e medie imprese con un buon potenziale di crescita, senza richiesta di specifiche caratteristiche e senza i costi onerosi necessari per la quotazione sui mercati principali.

Rispetto ai principali mercati, **AIM** chiede un minor numero di caratteristiche, che sommato ai benefici generati dai costi e dalla regolamentazione flessibile hanno fatto sì che alcune aziende già quotate su altri mercati prediligessero quest'ultima tipologia.

Una recente indagine (*Vismara et al., 2012*), condotta tra le aziende che hanno scelto di trasferirsi su AIM, ha rivelato che tale mercato risulta più attraente a causa di una serie di fattori: costi più bassi, maggiore flessibilità e la regolamentazione.

L'origine di questi mercati si ha in Europa alla fine degli anni settanta.

Inizialmente essi operavano principalmente come "*mercati di alimentazione*", dedicati alle tecnologie per le piccole imprese (*TBSFs*).

Il loro ruolo era, dunque, quello di selezionare le giovani imprese più redditizie e “nutrirle” per poi quotarle al mercato principale.

La quotazione delle **TBSFs** è stata favorita dai bassi costi e da snelli requisiti di ammissione, ma purtroppo la maggior parte dei mercati alimentatori non è “*sopravvissuto*” al crollo del mercato azionario del 1987 (Posner, 2004).

Successivamente a partire dall’inizio degli anni novanta sono stati istituiti una serie di mercati alternativi, tra cui **Easdaq**, un nuovo mercato alternativo paneuropeo istituito nel 1993 .

Su questa scia nel 1995 il London Stock Exchange ha creato AIM, nel 1996 la Borsa di Parigi ha lanciato *il Nouveau Marché*, nel 1997 la Deutsche Borse ha istituito il *Neuer Markt* ed infine nel 1999 la *Borsa Italiana* 1999 ha creato il *Nuovo Mercato*.

Dal 2000, poi, si ha l’emissione di nuove raccomandazioni in materia di leggi bancarie (*Basilea II, 2004*) per creare norme standard a livello internazionale in materia di regolamentazione bancaria. I concetti principali di questo nuovo set di regole possono essere riassunti in tre pilastri strategici :

- *requisiti minimi in termini di capitale*
- *vigilanza*
- *disciplina di mercato* .

La più importante implicazione pratica degli accordi di Basilea II (*ed in seguito di Basilea III*) riguarda il ruolo della banche. Tali Istituti hanno ora l’obbligo di calcolare con maggiore attenzione il livello di rischio delle aziende che finanziano, e questo ha portato negli ultimi anni ad una diminuzione dell’offerta di credito.

Questa crisi del credito rende ancora più importante la presenza dei mercati di investimento alternativi, che costituiscono quindi un modo per finanziare le aziende .

Nel 2004 l'entrata in vigore della direttiva 2004/39/CE ( MiFID) <sup>2</sup> ha modificato la posizione dominante dei Mercati Nazionali, permettendo la creazione di una serie di altre piattaforme chiamate **Multilateral Trading Facilities** (*corrispondenti, secondo la vecchia dizione agli ATS-Alternative Trading Systems*).

Le MTF<sup>3</sup> sono da ritenersi in concorrenza con i mercati nazionali ordinari.

Infatti in generale il processo di quotazione su un mercato alternativo viene effettuato con una notevole riduzione di tempo per quanto concerne la fase di ammissione, se rapportato a quello necessario al mercato principale .

Le principali caratteristiche che contraddistinguono gli alternativi dai mercati nazionali sono:

- *Assenza richiesta capitalizzazione minima (o al più quantitativamente minore rispetto a quella del mercato principale );*
- *Assenza richiesta numero minimo di anni dall'istituzione della società ;*
- *Nomina di un consulente che assiste l'azienda durante tutto il processo di quotazione e che risponde al mercato per quanto riguarda l'adeguatezza della società ;*
- *Costi di ammissione meno onerosi ;*
- *Necessità di un minor numero di bilancio annuale certificato;*
- *Concentrazione su imprese innovative di dimensioni medio - piccole che operano in settori ad alto potenziale di crescita;*

Nel corso degli ultimi 10 anni sono nati decine di mercati di investimento alternativi, che si sono diffusi rapidamente in tutto il mondo. Alcuni di questi hanno avuto successo, mentre altri hanno semplicemente copiato modelli già esistenti, trapiantandoli nel proprio contesto senza ottenere grandi prestazioni a causa del mancato adattamento al diverso framework.

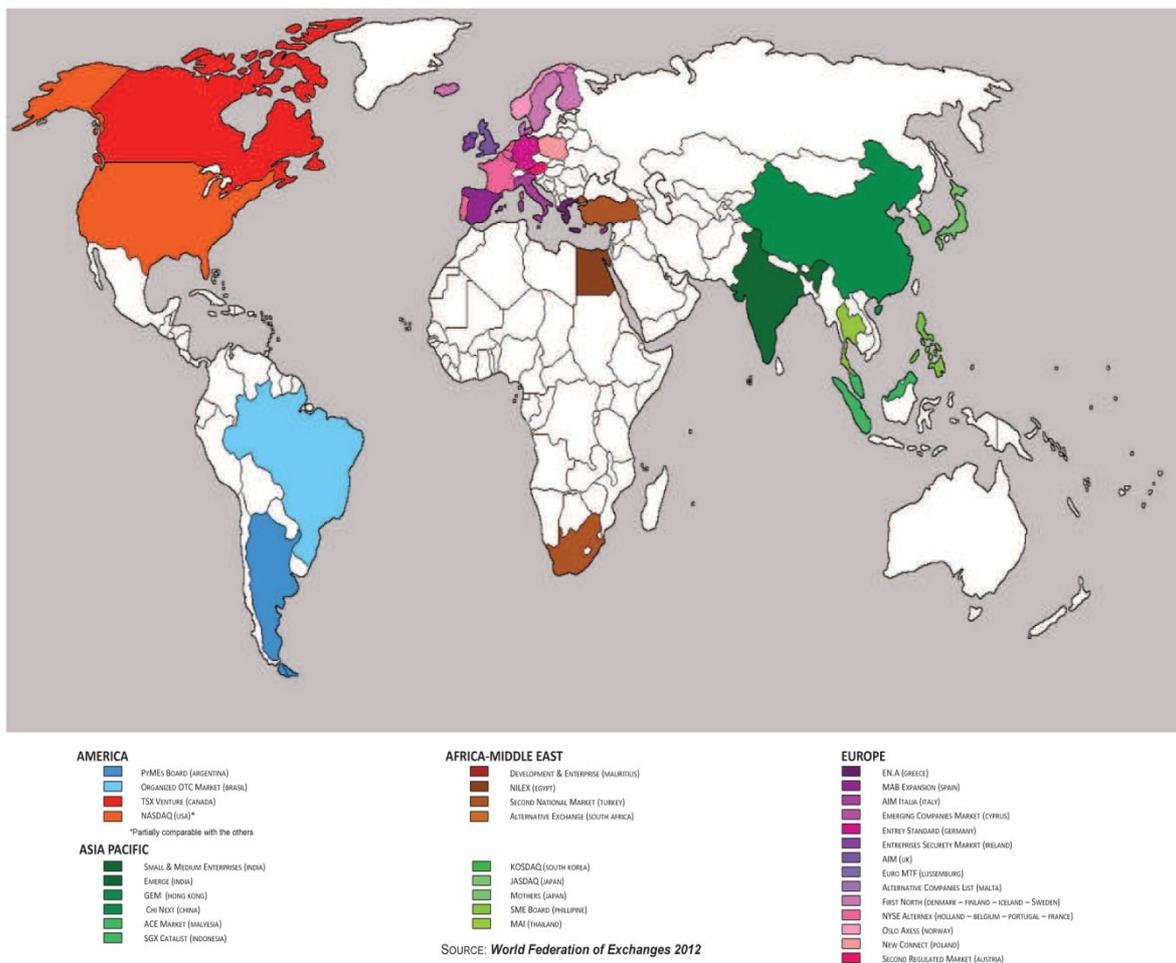
---

<sup>2</sup> Markets in Financial Instruments Directive 2004/39 / CE ( nota come direttiva MiFID ) è una legge dell'Unione Europea, che ha sostituito la direttiva sui servizi di investimento (DSI) . Fornisce una regolazione armonizzata per i servizi di investimento attraverso i 30 Stati membri . I principali obiettivi della direttiva sono quelli di aumentare la concorrenza e la tutela dei consumatori

<sup>3</sup> Multilateral Trading Facility ( MTF) è un tipo specifico di sistema di trading finanziario europeo introdotto all'interno della MiFID .

## 1.2 DISTRIBUZIONE MONDIALE DELL'ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET

Ad oggi esistono più di trenta mercati alternativi del capitale, maggiormente concentrati in Europa e in Asia con una minor presenza in America e Africa (Fig. 1.2.1). Questa sezione mira a identificare i principali mercati alternativi in tutto il mondo. A scopo illustrativo questi mercati di secondo livello sono stati raggruppati nelle seguenti in quattro aree geografiche principali : **America , Asia -Pacifico , Europa e Africa -Medio Oriente.**



**Figura 1.2.1**

### **Il RISIKO del mercato alternativo**

Il valore di capitalizzazione di mercato, riportato in milioni di dollari statunitensi , viene utilizzato come indice di forza del mercato. I dati riportati si riferiscono al *database* del *World Federation of Exchange* nella sua ultima versione aggiornata (*anno 2014*), dal momento che non sono disponibili informazioni per l'anno 2015. I siti web delle borse nazionali sono stati poi utilizzati come fonte per la definizione del mercato .

### **1.2.1 AMERICA**

In America ci sono tre mercati alternativi d'investimento. Due di questi sono in Sud America, e sono rispettivamente *l'Organized OTC Market* in Brasile e il **PyMEs Board** in Argentina. Il terzo, in Nord America, è il *Canadian TSX Venture*.

Situazione intermedia è costituita dal NASDAQ, che costituisce il secondo più importante mercato borsistico Americano. Infatti esso non è un mercato principale, né può essere considerato un mercato alternativo in quanto le società quotate su di esso non sono di piccole e medie dimensioni in crescita, ma sono grandi aziende consolidate, operanti prevalentemente il settore high-tech .

La borsa BM & F BOVESPA, *chiamata anche Borsa di San Paolo*, è una società pubblica che nasce dalla fusione di Bolsa de Mercadorias e Futuros, Bolsa de Valores de Sao Paulo e Companhia Brasileira de Liquidacao.

**Tabella 1.2.1**  
**Capitalizzazione dei mercati alternativi del capitale Americani**  
**in Milioni di Dollari Statunitensi**

<b>Nome del mercato</b>	<b>Capitalizzazione</b>	<b>Frazione di Mondo</b>
Organized Over The Counter Market (OTC)	28,400.8	4.48%
PyMEs Board	25.0	<0.01%
TSX Group	40,931.2	6.45%
TOTALE AMERICA	69,357.1	10.94%
TOTALE MONDIALE	633,845.0	100%

Questo mercato sudamericano detiene un segmento chiamato **Organized Over - The - Counter (OTC) Market**<sup>4</sup>, dedicato alle aziende di medie dimensioni .

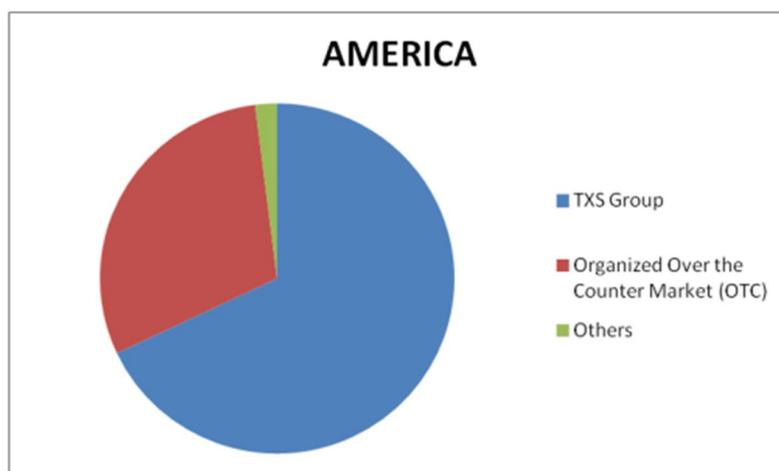
Il mercato OTC è ben noto in Sud America ed è il punto di riferimento per gli altri paesi dell'America Latina.

Anche se dominato da pochi grandi intermediari finanziari, è più trasparente di altri mercati a causa dei nuovi obblighi di comunicazione (*Dodd and Griffith - Jones,2007*).

La sua capitalizzazione di mercato alla fine del 2013 è di *28,400.8* milioni di dollari statunitensi.

Il **Board PyMEs**, l'altro mercato sudamericano, è il mercato per le piccole e medie imprese in Argentina. Esso è stato creato nel 2006 dalla Borsa di Buenos Aires seguendo l'esempio dei mercati di secondo livello già esistenti in Brasile.

Il Board PyMEs riporta alla fine del 2013 una capitalizzazione di mercato di un millesimo del OTC brasiliano, *25 Milioni di dollari Statunitensi*.



**Figura 1.2.2**

**Distribuzione della capitalizzazione di mercato in America**  
(Capitalizzazione pari a 69 miliardi di dollari statunitensi).

*Fonte :World Federation Exchange, 2013.*

---

<sup>4</sup> E' un mercato dove si comprano titoli o derivati e vengono venduti direttamente tra l'acquirente e il venditore . Operazioni OTC sono generalmente negoziate al di fuori di un mercato organizzato , ma in alcuni mercati OTC le operazioni vengono registrate in Borsa.

Infine la **TSX Venture Exchange** è la principale borsa valori in Canada dedicata alle piccole e medie imprese. Ha sede a Calgary, nello stato di Alberta, ma ha anche uffici a Toronto, Vancouver e Montreal. Era precedentemente noto come **Canadian Venture Exchange** (CDNX), ma nel 2001 il TSX l'ha acquistato e rinominato.

TSX è stato il primo grande mercato alternativo al mondo ad informatizzare la negoziazione del mercato azionario. Al momento è il quinto AIM al mondo in termini di capitalizzazione di mercato, *40,931.2 Milioni di dollari Statunitensi*.

### 1.2.2 ASIA PACIFIC

Costituiscono i mercati di investimento alternativi asiatici, definiti per capitalizzazione di mercato come mercati più grandi del mondo. In particolare il cinese **ChiNext**, il giapponese **JASDAQ** e il coreano **KOSDAQ** sono stati i più attivi nel 2013, effettuando essi complessivamente in tale anno più della metà delle transazioni totali dei mercati alternativi in tutto il mondo .

**Tabella 1.2.2**

**Capitalizzazione dei mercati alternativi in dollari statunitensi dell'area Asia-Pacifico**

<b>Nome del mercato</b>	<b>Capitalizzazione di Mercato</b>	<b>Frazione di Mondo</b>
ChiNext	140,141.0	22.11%
JASDAQ(Osaka Securities Exchange)	106,651.1	16.82%
KOSDAQ	101,927.9	16.08%
TOTAL TOP THREE	348,720.0	55.01%
TOTAL WORLD	633,845.0	100%

In India hanno sede due mercati alternativi distinti :Emerge e Small & Medium Enterprises (**SME**), che non raggiungono lo stesso livello dei precedenti.

**SME** è la piattaforma per il trading di azioni di piccole e medie imprese, prevista dalla **BSE Ltd** (conosciuta anche come *Bombay Stock Exchange di Bombay*). Questa è la

prima Borsa Asiatica e uno dei principali gruppi borsistici dell'India (*Capitalizzazione di mercato pari a 52.4 Milioni di dollari statunitensi*).

**Emerge** è un mercato alternativo gestito del **National Stock Exchange of India** dedicato alle imprese emergenti nel Paese.

Così come l'India, anche la Cina ha due Mercati Alternativi a cui possono rivolgersi le aziende di medie dimensioni. Si tratta di **Growth Enterprise Market (GEM)** e di **ChiNext**. **GEM**, gestito direttamente dalla *Hong Kong Exchange*, sfrutta il grande potenziale che questi mercati hanno da offrire.

In queste zone infatti vi è una forte concentrazione di imprese emergenti, con ottime idee di business e ampi potenziali di crescita, che possono sfruttare GEM per ottenere i supporti finanziari di cui necessitano.

**ChiNext** è una componente importante del sistema di mercato dei capitali cinese, creato per essere un mercato di investimento indipendente in grado di offrire una piattaforma per le esigenze delle imprese impegnate in idee di business innovative e di altre impresa in crescita.

ChiNext, appartenente alla *Shenzhen Stock Exchange*, è il più grande mercato alternativo. Su di esso infatti si sono avute più di un quinto delle transazioni totali in tutto il mondo (*140,141.0 milioni di dollari statunitensi*).

In Malesia è presente l' **ACE Market**, acronimo di **Accesso, Certezza ed Efficienza**, precedentemente noto come mercato MESDAQ.

In questa parte del mondo costituisce il rivale del GEM ' di Hong Kong. E ' gestito dalla **Bursa Malaysia** dal 1997 ed è un mercato alternativo aperto ad aziende di tutte le dimensioni ed operanti in tutti i settori (*capitalizzazione 2,267.8 Milioni di dollari statunitensi*). La Malesia ha anche un altro mercato alternativo : l' **SGX Catalist**, che fa parte della Borsa di Singapore ed è ideale per una rapida espansione nel Paese delle aziende nazionali e di quelle internazionali.

Per la quotazione su SGX è necessario nominare un garante con sede a Singapore, un istituto finanziario approvato dal mercato. Questo seguirà la società durante

tutta la fase preliminare fino alla IPO. La capitalizzazione di mercato attuale è 2,267.8 milioni di dollari statunitensi.

Un altro paese asiatico che presenta due mercati alternativi differenti tra loro è il Giappone, denominati **JASDAQ Securities Exchange** e **Mothers**.

Il primo è una borsa valori con sede a Osaka, non collegato al NASDAQ statunitense, ma che opera, comunque, con un sistema di trading elettronico simile ad esso. L'internazionalizzazione del JASDAQ si è avuta nel 1991, nel 2004 la sua riorganizzazione come borsa valori.

Il primo aprile 2010 l' Osaka Securities Exchange ha acquisito JASDAQ ed ha dato il via alla fusione con OSE'S Neo e Nippon -New Market per formare il nuovo mercato JASDAQ. Quest'ultimo è il secondo mercato alternativo in termini di capitalizzazione di mercato (*106,651.1 milioni di dollari statunitensi*).

Molto più piccolo rispetto al JASDAQ è il **Mothers**, l'altro mercato alternativo giapponese che il Tokyo Stock Exchange Group fondò nel 1999. Il suo fine è quello di aumentare i capitali del mercato giapponese interno.

Nel 2009 la Borsa di Londra (LSE) tentò di esportare il modello di AIM attraverso una joint venture con la Borsa di Tokyo. L'accordo, che diede il via al **TOKYO - AIM**, è stato un tentativo di fornire un mercato alle aziende che non presentavano i requisiti per la quotazione richiesti dal TSE Mother.

Tuttavia, dopo un solo anno LSE è stato costretto ad "uscire" dalla joint venture in quanto una sola società si era quotata sul mercato (*London SouthEast, 2007*).

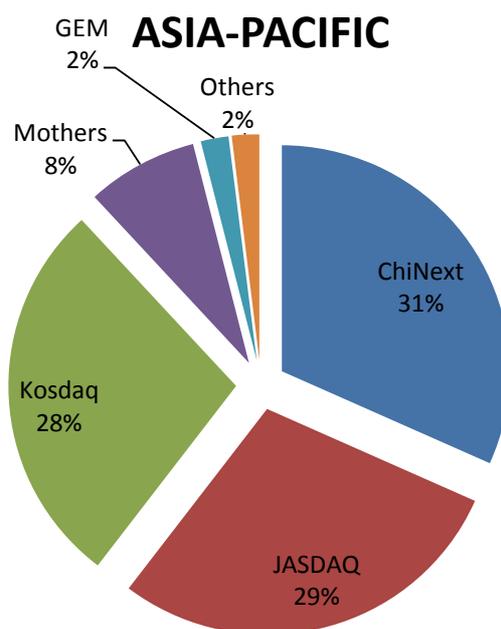
In Asia è presente anche il mercato che occupa il terzo posto nel mondo in termini di capacità di transazione: il **KOSDAQ** coreano fondato nel 1996.

Inizialmente il **KOSDAQ** è stato istituito dalla **Korea Financial Investment Association** come un mercato indipendente dalla Borsa Coreana, la *Korean Stock Exchange*.

Il KOSDAQ è un mercato telematico azionario, proprio come il NASDAQ, e funziona come una divisione di mercato per le piccole medie imprese.

Solo per completezza di analisi si ritiene opportuno citare anche due mercati minori asiatici, il *Philippine Board EMS* ed il *Thai Market for Alternative Investment* (MAI).

Di essi, date le loro modeste dimensioni e la scarsità dei dati disponibili, non è stato possibile effettuare un'analisi.



**Figura 1.2.3**

**Distribuzione della capitalizzazione del mercato nell'area Asia -Pacifico.**

(Capitalizzazione pari a 831 Miliardi di dollari Statunitensi)

Fonte: *World Federation of Exchanges*, 2013

### 1.2.3 AFRICA -MEDIO ORIENTE

L'esperienza dell'Africa e dei Paesi Medio Orientali per quanto riguarda il mercato alternativo di investimenti è molto più recente rispetto al resto del mondo.

In tale ambito sono presenti solo quattro mercati alternativi d'investimento, tra questi il più importante è il *Second National Market* di Istanbul.

In Africa il più importante mercato alternativo in termini di capitalizzazione di mercato è il **Johannesburg Stock Exchange (JSE)** ( 958.8 Milioni di dollari Statunitensi) in Sud Africa. Oggi il JSE è una dei venti migliori mercati di scambio in tutto il mondo.

Un'altro mercato alternativo operante nell'area è l'**Alt-X**. Lanciato come mercato parallelo al JSE, è incentrato sulle piccole e medie imprese che presentano buone qualità.

Esso si rivolge ad una vasta gamma di aziende in molti settori, tra start up, aziende a conduzione familiare ecc. .

**Tabella 1.2.3:**  
**Capitalizzazione dei mercati alternativi in dollari statunitensi dell' area Africa -Medio Oriente**

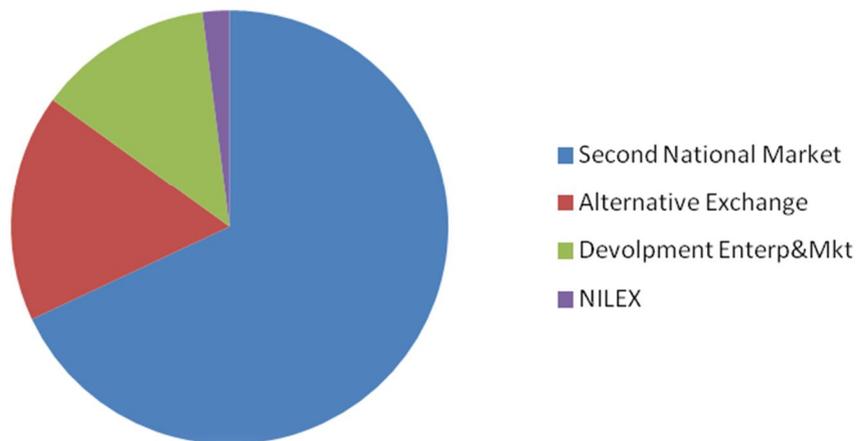
<b>Nome del mercato</b>	<b>Capitalizzazione di mercato</b>	<b>Frazione di Mondo</b>
Alternative Exchange (Alt-X)	958.8	0.15%
Development Enterprise Market (DEM)	765.3	0.12%
NILEX	164.2	0.03%
Second National Market	5,241.2	0.83%
<b>TOTALE AFRICA-MEDIO ORIENTE</b>	<b>7,129.5</b>	<b>1.12%</b>
<b>TOTALE WORLD</b>	<b>633,845.0</b>	<b>100%</b>

Per poter effettuare la quotazione su tale mercato una società deve nominare un consulente registrato ed essere conforme ai “controlli di qualità”, come stabilito dalle istituzioni.

Nelle Mauritius è presente il mercato azionario **Enterprise Market Development, DEM**, progettato per le aziende attualmente quotate sul mercato OTC (*Over the Counter*) .

Il DEM è costruito su un quadro normativo semplificato e su un regolamento di quotazione tale da consentire l'apertura al mercato azionario ad una più ampia gamma di aziende, locali ed internazionali. La capitalizzazione di mercato del DEM è di 765.3 milioni di dollari statunitensi.

### Africa -Medio Oriente



**Figura 1.2.4**

**Distribuzione della capitalizzazione del mercato nell'area Africa- Medio Oriente.**

(Capitalizzazione pari a 7 Miliardi di dollari Statunitensi)

*Fonte: World Federation of Exchanges , 2013*

Infine è degno di nota anche il **NILEX**, il mercato per piccole e medie imprese della Borsa Egiziana. E' nato con lo scopo di supportare promettenti settori dell'economia egiziana, caratterizzati da ostacoli finanziari, fornendo anche la possibilità per gli investitori di diversificare il proprio portafoglio investendo in società ad alti potenziali di crescita.

#### **1.2.4.EUROPA**

L'Europa è senza ombra di dubbio tra le macroaree analizzate quella che presenta la storia più consolidata dei mercati d'investimento di secondo livello.

Nel Vecchio Continente quasi tutti i paesi hanno un mercato azionario dedicato a raccogliere capitali per le imprese di dimensioni medie e per imprese che presentano requisiti di crescita. Tra questi l'esempio europeo di maggior successo è **l'AIM di Londra**, il quarto al mondo in termini di capitalizzazione di mercato. (*Capitalizzazione di mercato 99,752.1 milioni di dollari statunitensi*).

AIM, gestito dalla Borsa di Londra, è nato nel 1995 e dalla sua fondazione ad oggi su di esso si sono quotate più di tremila società.

Una peculiarità di questo mercato è che per essere quotate le aziende devono nominare un Nomad (*Nominated Advisor - Consulente Nominato*), che deve seguirle durante tutto il processo di quotazione e deve garantire il rispetto delle regole della Borsa di Londra. Dopo la fusione nel 2007 di Borsa Italiana e di LSE, il modello AIM- UK è stata esportato anche in Italia con la conseguente nascita di **AIM Italia - Alternative Investment Market** (*Capitalizzazione di mercato 625.7 milioni di dollari USA*). A parte l' AIM di Londra, che registra più della metà della capitalizzazione di mercato in Europa, il secondo più grande mercato Europeo è l' **ESM - Enterprise Securities Market** - della Borsa Irlandese (*Cap. Mercato 38,113.4 milioni di dollari USA*). L'ESM è il più forte tra i vari AIM in termini di cambi di valuta Euro e fornisce l'accesso a una vasta gamma di investitori provenienti da Regno Unito, Irlanda, Europa Continentale e Stati Uniti.

**Tabella 1.2.4**

**Capitalizzazione dei mercati alternativi in dollari statunitensi dell' area Europea**

<b>Nome del Mercato</b>	<b>Capitalizzazione del mercato</b>	<b>Frazione di mondo</b>
Alternative Market (ENA)	196.7	0.03%
MAB Expansion	683.3	0.11%
AIM Italia Alternative Investment Market	625.7	0.10%
Emerging Companies Market (ECM)	803.6	0.13%
Entry Standard	16,492.2	2.60%
Enterprise Securities Market (ESM)	38,113.4	6.01%
AIM UK	99,752.1	15.74%
Euro MTF	457.5	0.07%
Alternative Companies List	6.2	<0.01%
First North	3,676.5	0.58%
NYSE Alternext	8,152.7	1.29%
Oslo Axess	1,594.5	0.25%
New Connect	3,585.8	0.57%
Second Regulated Market	1,322.6	0.21%
TOTALE EUROPA	175,427.7	27.69%
TOTALE MONDO	633,845.0	100%

Le Regole EMS sono predisposte per facilitare una duplice ammissione ESM/AIM, utilizzando la medesima procedura e i medesimi documenti d'ammissione.

In Europa è presente anche il **NYSE Euronext**, una Holding statunitense che in USA opera attraverso le seguenti borse valori : New York Stock Exchange ( NYSE), NYSE Arca e NYSE Alternext .

**NYSE Euronext** è stata costituita nel 2007 con la combinazione di NYSE Group ed Euronext. In Europa, NYSE Euronext lavora titoli e derivati dei mercati attraverso gli operatori di **Euronext Amsterdam** , **Euronext di Bruxelles** , **Euronext Lisbona**, **Euronext Paris** (Capitalizzazione totale di mercato 8,152 .7 milioni di dollari USA). Analogamente alla figura del Nomad richiesta dall'AIM-UK, NYSE impone la figura di un garante chiamato "**Listing Sponsor**", obbligatorio per la quotazione di una nuova società.

L'**Entry Standard** (Capitalizzazione pari a 16,492.2 milioni di dollari statunitensi) è il mercato alternativo di Francoforte gestito dalla Deutsche Borse. Il processo di quotazione su questo mercato è più facile rispetto alla AIM o Alternext perché sono necessari meno requisiti in termini floating e di informazioni finanziarie. La figura chiave di questo mercato è il **Listing Partner**. Questo soggetto, simile al NOMAD, ha la funzione di assistere la società emittenti sia nel processo di quotazione e sia dopo, assicurando la appropriatezza degli emittenti e la conformità alle norme informative aziendali .

Altro mercato del nostro continente è il **NASDAQ OMX Nordic**, composto dalle borse di **Danimarca**, **Svezia**, **Finlandia e Islanda**, rispettivamente denominate: **NASDAQ OMX di Stoccolma**, **NASDAQ OXM Copenaghen**, **NASDAQ OXM Helsinki** e **NASDAQ OXM Islanda** (Capitalizzazione di Mercato complessiva pari a 3,676.5 milioni di dollari USA). Ogni singolo mercato del gruppo è supervisionato individualmente da una autorità di vigilanza finanziaria locale.

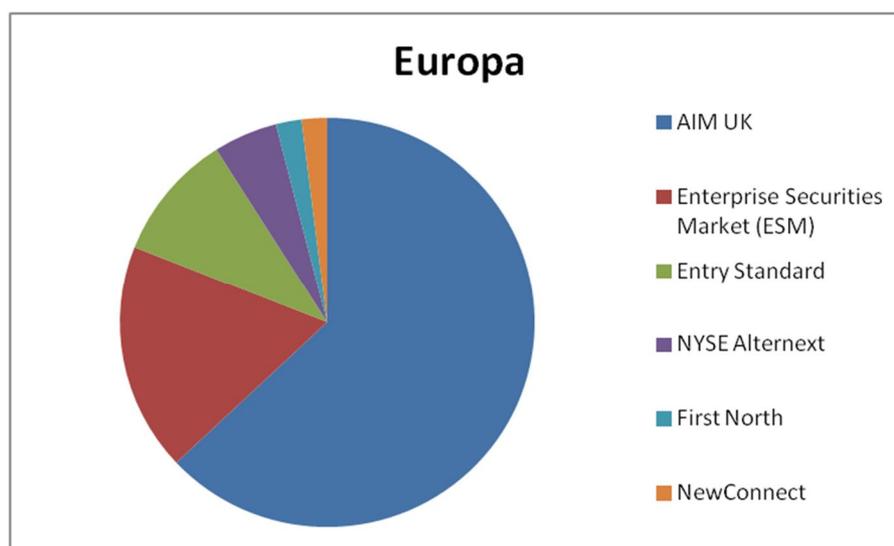
Il loro sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral trading facility MTF*) è il **First North** e non ha lo status giuridico di un mercato regolamentato.

Le regole sono le stesse in tutti i mercati in cui il First North opera, fatta eccezione per alcune piccole differenze derivanti dalle leggi nazionali.

**NewConnect** è il mercato alternativo della **Polonia**, dedicato al finanziamento delle imprese innovative. L'attività di trading è organizzata e regolata dal **Warsaw Stock Exchange (WSE)**. NewConnect è per le società operanti in settori innovativi, quali le tecnologie dell'informazione, i media elettronici, le biotecnologie, la tutela dell'ambiente e le energie alternative. Questo mercato sta avendo una grande crescita e nel 2012 la sua capitalizzazione di mercato è stato di 3,585.8 milioni di dollari statunitensi (*quinto in Europa*).

**Oslo Axess** è il mercato alternativo **Norvegese**, regolamentato dalla **Borsa di Oslo**. Istituito nel 2007 è sesto in Europa in termini di capitalizzazione di mercato (*1,594.5 milioni di dollari USA*).

Leggermente più piccoli rispetto agli ultimi due mercati precedenti sono il **Second Regolated Market** e il **Third Market**, due rami della **Borsa di Vienna** che nel loro complesso hanno una capitalizzazione di mercato totale pari a 1,332.6 milioni di dollari.



**Figura 1.2.5**

**Distribuzione della capitalizzazione del mercato nell'area Europea .**

(Capitalizzazione pari a 175 Miliardi di dollari Statunitensi)

*Fonte: World Federation of Exchanges , 2013*

Analizzando le caratteristiche di questi mercati si può affermare che solo il **Third Market** può essere definito un mercato di investimento alternativo perché a differenza del **Second** non richiede dimensione minima, prospetto e numero minimo di azioni.

Di importanza minore, infine, sono l' **Emerging Companies Market** (ECM) della **Borsa di Cipro**, (*capitalizzazione di mercato 803.6 milioni USD*), il **Mercado Alternative Bursatil** (MAB) gestito dalla **Borsa Spagnola** (*capitalizzazione pari a 457.5 milioni USD*), e l' **Alternative Companies List** gestito dalla **Borsa di Malta**.

Quest'ultimo con una capitalizzazione pari a 6.2 milioni di USD rappresenta il più piccolo mercato di secondo livello al mondo.

## **1.3 STATISTICHE**

### **1.3.1 Evoluzione Storica Dei Mercati Alternative**

L'andamento dei mercati AIM nel mondo non è stato costante nel tempo. Analizzando il trend della capitalizzazione di mercato per area geografica nel corso degli ultimi quattordici anni (*2000-2014*) è chiaramente possibile distinguere diversi andamenti nel corso del tempo, che riflettono le condizioni economico- sociale del momento storico di riferimento.

In linea generale possiamo distinguere tre fasi differenti:

- Fase prima della crisi (2000-2007) ;
- Fase post crisi ( 2008-2010);
- Tempo presente ( 2010-2015)

Nel periodo antecedente la fase prima della crisi tutti i mercati AIM del mondo hanno avuto un periodo di boom economico e di sviluppo.

Di questa crescita economica hanno beneficiato in misura prevalente i mercati alternativi Europei ed Asiatici, che hanno ottenuto la crescita percentuale più alta arrivando a valori elevatissimi (*rispettivamente +624% e +818%* ). Va però sottolineato che nello stesso periodo anche l'aumento del capitale americano fu

significativo, passando da tredici a ottantacinque milioni di dollari.

La crisi finanziaria globale (2008)<sup>5</sup>, che ha colpito prima l'America e poi il resto del mondo, è la causa principale del forte calo dei mercati AIM, calo che, per essere precisi, riguarda cifre significative. Si parla di circa 530 miliardi di dollari di perdite in termini di capitalizzazione di mercato.

Analizzando il periodo post crisi salta subito all'occhio la diversità delle reazioni dei vari Paesi. Mentre America e Asia si sono dimostrati in grado di ristabilire i livelli di capitalizzazione pre-crisi (*rispettivamente -4% e + 13%*), nel 2010, i mercati europei hanno registrato valori ancora al di sotto del 30% rispetto a quelli del 2007.

Gli ultimi anni di storia dei mercati alternativi hanno, invece, mostrato una ripresa del mercato Europeo e una costante crescita di quello Asiatico.

Infatti l'Asia è il continente che ha sperimentato la più alta crescita di tali mercati. La sua capitalizzazione di mercato globale oggi è di circa 381 miliardi USD, a seguire l'Europa, l'America ed infine l'Africa.

Quest'ultima area geografica riporta rispetto alle altre una tendenza insolita, avendo registrato in tempi di crisi economica una crescita.

A tale tendenza non è corrisposto un adeguato tasso di crescita, che negli ultimi 14 anni ha portato una capitalizzazione quasi irrilevante all'interno del contesto AIM con valori prossimi allo zero (0,7%).

### **1.3.2 Società Quotate : Tra Investimenti Nazionali Ed Esteri.**

La figura 1.3.2 mostra il numero totale di società quotate all'anno per ogni area geografica. Società nazionali e straniere sono riportate separatamente.

L'informazione riflette la dimensione, la forza del mercato e la sua attrattiva per gli investitori internazionali.

---

<sup>5</sup> la crisi finanziaria del 2008 ( nota anche come crisi finanziaria globale ) è considerato da molti economisti il peggior periodo finanziario dai tempi della Grande Depressione del 1930 .Consisteva in un crollo di grandi istituzioni finanziarie – come banche importanti - e in una forte flessione del mercato azionario in tutto il mondo .

L'America come azionariato interno presenta il maggior numero di società quotate.

Il picco si è avuto nel 2008, quando il numero totale di società quotate in Mercati alternativi Americani ha superato 2.500 unità (*di cui 2.443 sono state quotate alla TMX - Canada*). Il mercato americano è però quasi esclusivamente nazionale, con un numero di imprese straniere prossimo allo zero.

La macroarea Asia -Pacifico è la regione in cui i nuovi mercati stanno continuando a salire, e questo è riscontrabile dal sempre crescente numero di aziende che stanno sbarcando nei nuovi mercati a partire dal 2004.

Nel 2009 il numero complessivo di società superava le 2.500 unità (*di cui oltre 1.000 quotate sul KOSDAQ - Corea SE*) del mercato americano.

Come in America i mercati dell'Asia attraggono aziende prevalentemente nazionali. L'unico mercato in questa regione che presenta investitori internazionali è la **SGX Catalist - Singapore** (*36 imprese straniere oltre 97 in totale, nel 2010*).

Sui mercati europei l'incremento del totale delle imprese quotate è stato graduale negli ultimi dieci anni. Il massimo di annunci è stato raggiunto nel 2007 (*2.437 imprese*).

Anche la zona europea è governata sostanzialmente da un mercato unico, che di per sé raccoglie più della metà delle aziende globali quotate, l'**Alternative Investment Market di Londra**. Nel 2007, poco prima della crisi finanziaria, 1.694 imprese erano quotate nel **London AIM**, rappresentando addirittura quasi il **70 %** del totale delle aziende presenti sui mercati di secondo livello in Europa.

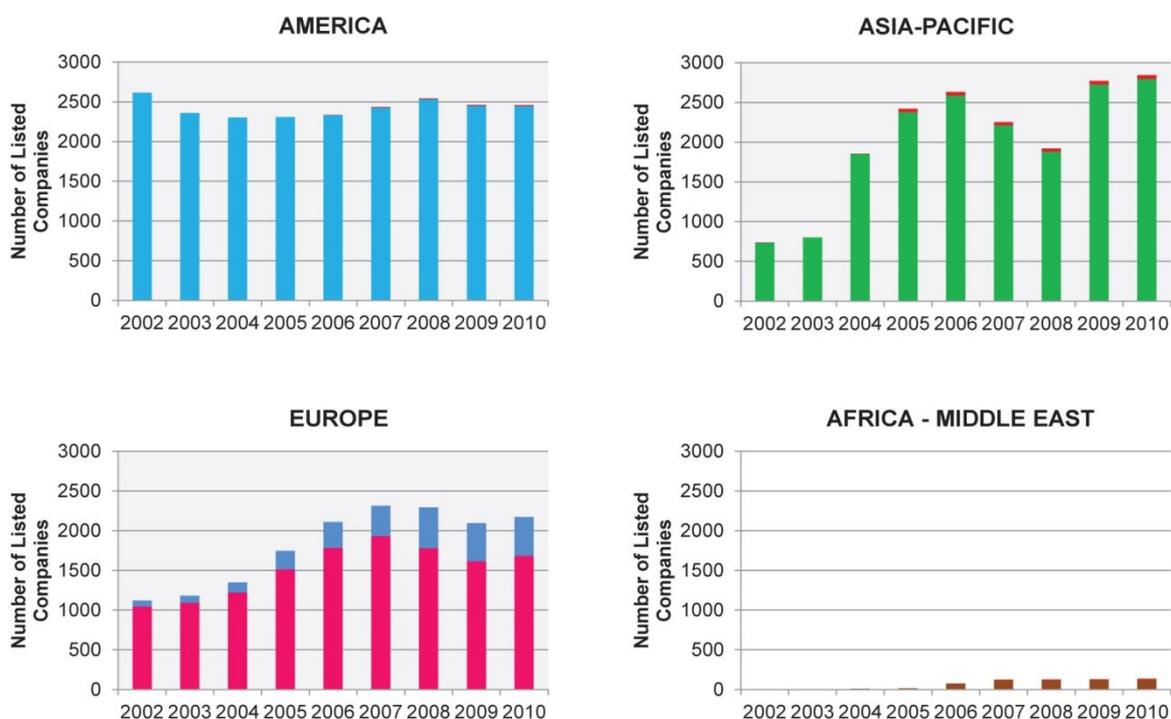
L'Europa è anche l'area con il maggior numero di imprese operanti in ambito continentale al di fuori i limiti nazionali, con livelli percentuali intorno al 30 % del totale delle imprese quotate. Il rapporto risulta molto più elevato della altre aree geografiche a causa del gran numero di quotazioni doppie o di scambi intra - europei.

Il mercato europeo con il più alto livello di internazionalizzazione è l'**Euro MTF - Lussemburgo**, che conta di 212 società estere quotate su un totale di 228 .

Tuttavia, in termini di numero assoluto delle società straniere quotate , il primato va all'AIM di Londra. Tale mercato riporta il più alto valore con 228 aziende estere che rappresentano il 23 % del totale elencato .

L'area geografica Africa - Medio Oriente conta meno di 150 società quotate nel 2008, in quanto l'interesse delle aziende straniere per questi mercati di secondo livello è paragonabile allo zero.

La maggior parte delle società africane sono quotate sul mercato alternativo di **Johannesburg SE**, unico mercato africano competitivo con il resto del mondo.



**Figura 1.3.2**  
**Numero di società quotate a su mercati nazionali ed internazionali per ogni area geografica.**

*Fonte: World Federation of Exchanges , 2013*

### 1.3.3 La Capitalizzazione Media

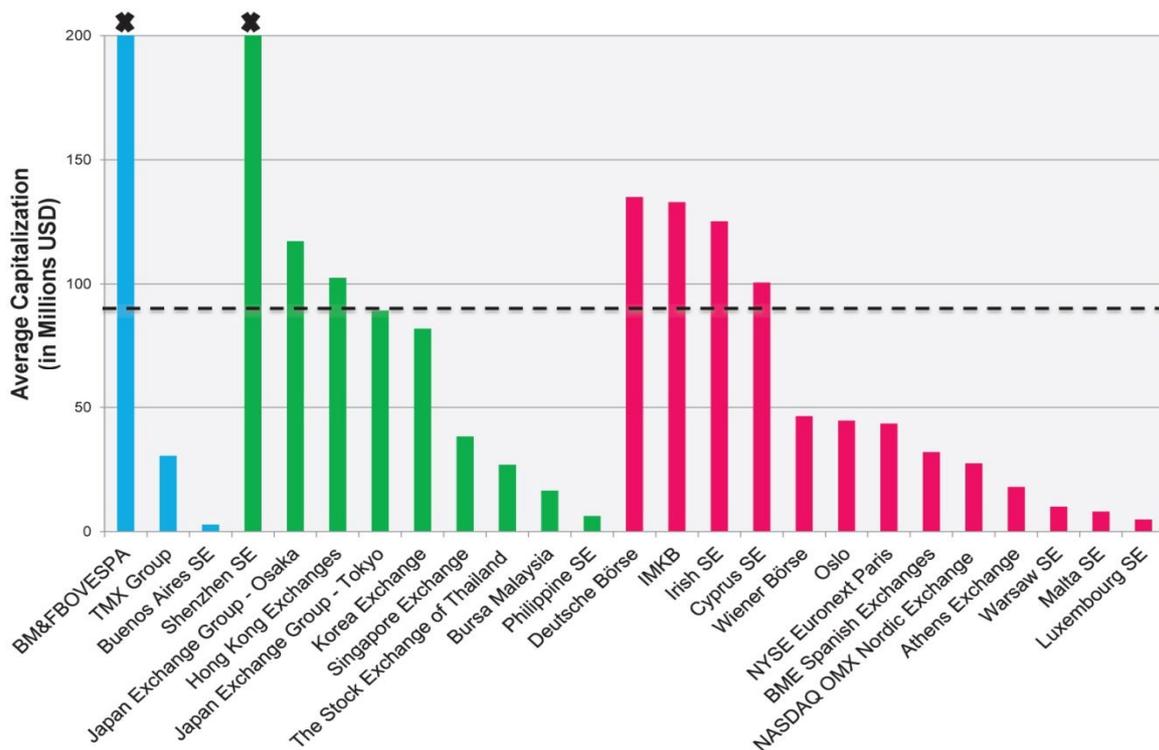
Un elemento, che può essere utile per capire le differenze tra i mercati, è la capitalizzazione media di mercato delle imprese quotate su ognuno (Fig . 1.3.3 ).

I dati utilizzati per questa analisi sono stati ottenuti dividendo la capitalizzazione totale di mercato al 2013 per il numero totale delle società quotate rispettivamente su ogni mercato (*aziende sia interne che estere*).

Utilizzando questo indice si possono distinguere tre diversi gruppi di mercati.

Il principale gruppo di mercati alternativi ha una capitalizzazione media per società che va dai 20 ai 70 Milioni di dollari. Poi c'è un gruppo di mercati, come la Borsa di Varsavia, Malta e Philippine, che attirano le imprese più piccole con una capitalizzazione di mercato ridotta (<USD 10 milioni).

Estremamente sopra la media mondiale troviamo i mercati alternativi Brasiliano e Shenzhen. Questi attirano grandi multinazionali e presentano una capitalizzazione media per impresa quotata di oltre 200 milioni di dollari.



**Figura 1.3.3**

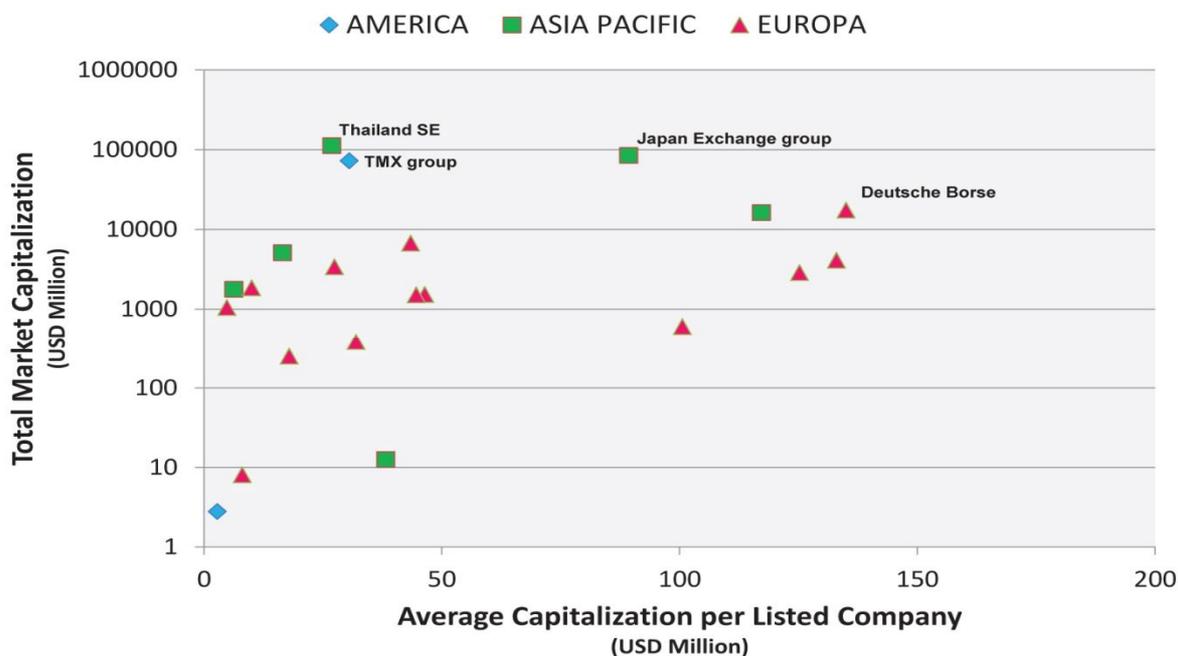
**Capitalizzazione Società Quotate sui Mercati Principali**

*Fonte : World Federation of Ex changes,2013*

L'utilità di questi dati si concretizza allorché una nuova società, da quotare in borsa, deve individuare il mercato di secondo livello che risponde in maniera adeguata alle proprie esigenze.

L'analisi parte dall'identificazione dell'insieme dei mercati che presentano imprese con capitalizzazione simile, dal momento che gli investitori già operanti in tali ambiti sono già a conoscenza della tipologia di investimento, dei livelli di rischio e problematiche simili. Una volta individuato il gruppo dei mercati logica vorrebbe che la neo società miri a quello con la più alta capitalizzazione totale con conseguente maggiore disponibilità di capitale.

Questa analisi, apparentemente superficiale e semplicistica in quanto non tiene conto dell'intero set di problemi connessi ad una decisione così importante, va utilizzata come principio base generale, una sorta di valutazione preliminare, su cui impiantare successive e più approfondite determinazioni tecnico-economiche per individuare in via definitiva il sottoinsieme di mercati che offrono le migliori opportunità per la nuova società (Fig. 1.3.4).



**Figura 1.3.4**

**Capitalizzazione mercati principali in funzione della capitalizzazione globale .  
I mercati alternativi sono organizzati per aree geografiche.**

*Fonte : Word Federation of Ex changes,2013*

***“Il povero non sa che la sua funzione nella vita è permetterci l’esercizio delle generosità.”***

***Jean-Paul Sartre***

## **2**

### **The Alternative Investment Market of London Stock Exchange**

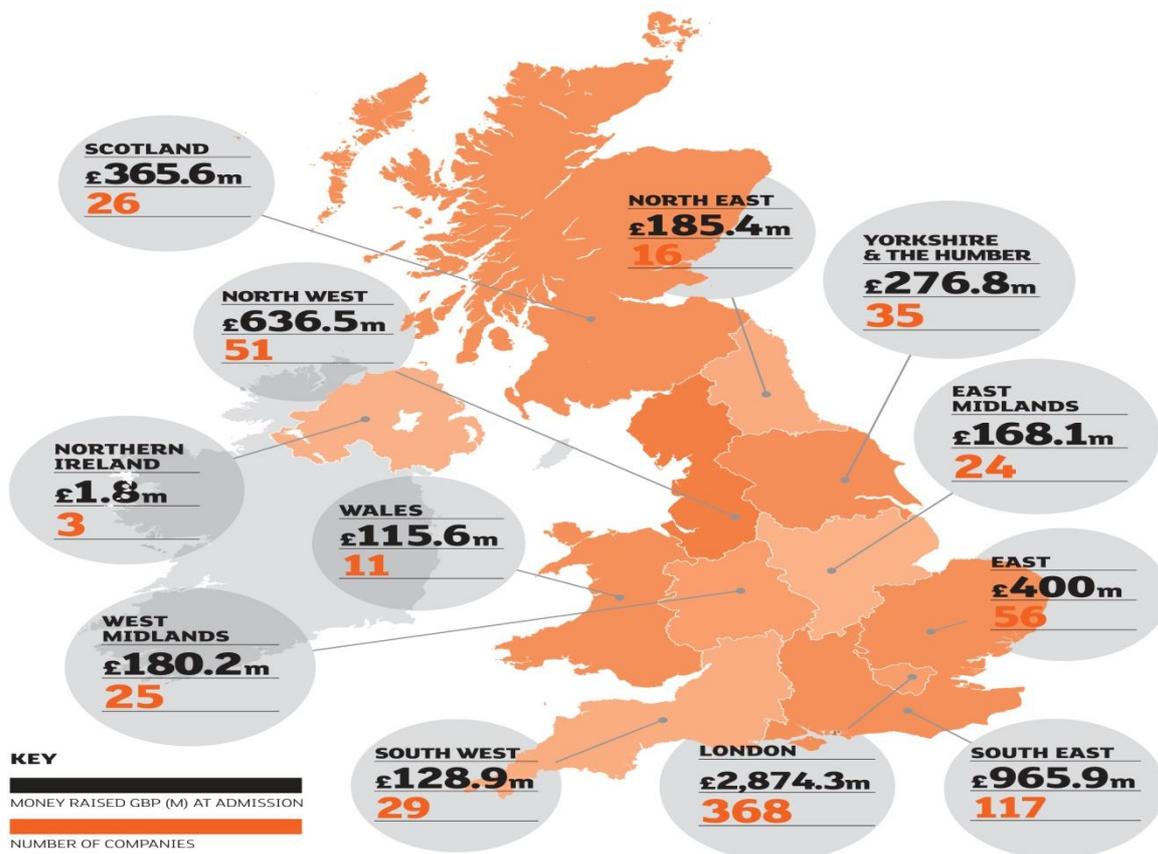
*AIM è un mercato in crescita dedicato alle piccole e medie imprese, istituito nel giugno 1995 come parte del London Stock Exchange. Dalle “umili origini”, solo 10 aziende che avevano una capitalizzazione totale di mercato di circa £ 82.000.000, AIM è ormai ben consolidato come mercato leader per le piccole e medie imprese di tutto il mondo che vogliono raccogliere capitali tra gli investitori con il fine ultimo di espandersi. Alla fine del 2014 oltre 3.500 aziende risultano quotate su AIM. La struttura regolamentare di AIM è fatta su misura per le esigenze delle aziende in crescita, consentendo, infatti, a queste ultime di quotarsi a costi “contenuti” e di raccogliere in modo efficace capitali tra il pubblico.*

*AIM –UK ha, quindi, tutte le credenziali per essere il Mercato Alternativo di maggior successo.*

*A testimonianza di quanto appena detto si evidenzia la circostanza che tale mercato fornisce una fonte di finanziamento per le imprese in crescita tramite un pool di investitori che acutamente comprendono le traiettorie di possibile sviluppo. AIM è un mercato diversificato sia per varietà di settori sia per aree geografiche, con aziende che operano in più di 100 paesi in rappresentanza di 40 diversi settori, che vanno da società di servizi finanziari, alle cure sanitarie ed alle aziende Hi Tech ( London Stock Exchange -Guide to AIM 2015)*

## AIM AT 20 UK SNAPSHOT

FIND OUT MORE ABOUT THE REGIONS THAT ARE HOME TO AIM'S CURRENT GROWTH COMPANIES



### 2.1 AIM : IL MERCATO IN CRESCITA DI MAGGIOR SUCCESSO

Perché l'AIM UK è il mercato in crescita di maggior successo ?

La decisione di cercare finanziamenti dai mercati pubblici è un momento importante nel cammino di crescita di una società. Quando si avvia tale processo è fondamentale che i team di gestione considerino i seguenti elementi, che risultano essere fondamentali per l'ammissione su un mercato pubblico:

- *Accesso al capitale per la crescita e l'ulteriore sviluppo ;*
- *Opportunità per gli investitori nella fase iniziale di realizzare qualche investimento e ampliare l'azionariato;*
- *Valore di mercato obiettivo sul business dell'azienda;*

- *Meccanismi per incentivare l'impegno e la motivazione dei dipendenti, migliorando le loro prestazioni attraverso regimi di azionariato più attraenti;*
- *Aumento della capacità di fare acquisti utilizzando azioni come valuta;*
- *Crescita della notorietà della società derivante dagli obblighi informativi a seguito della quotazione,;*
- *Migliori rapporti con clienti e fornitori;*

L'AIM UK rappresenta per le aziende la possibilità utilizzare e/o concretizzare tali elementi, ragion per cui risulta essere il mercato alternativo di investimenti di maggior successo. A conferma di quanto appena detto passiamo all'analisi dei numeri del mercato.

L'AIM di Londra ha vissuto due periodi di grandissima crescita: il primo all'epoca dell'espansione del settore tecnologico (*dal 1995 fino al 2006*) e il secondo relativo al settore oli & gas (2009-2013). È il solo mercato in crescita che è passato attraverso due cicli economici completi, tra cui lo scoppio della bolla di Internet (*Revest e Sapio, 2011*).

Anche durante il periodo di crisi economica (*2008-2009*) caratterizzato da incertezza nei mercati dei capitali di tutto il mondo, AIM ha ottenuto un miglioramento di 4,7 miliardi di £ (Fig. 2.1.1), e ciò a dimostrazione del fatto che l'interesse per la capitalizzazione delle piccole medie imprese rimane forte tra gli investitori internazionali (*London Stock Exchange, 2010*). Anche se partito come un mercato interno, l'AIM UK si è guadagnato una solida impronta internazionale negli ultimi anni. Esaminando l'elenco delle società quotate è possibile notare che la maggior parte delle aziende hanno sede in Gran Bretagna e che oltre il 25% sono internazionali (*Bauer e Boritz, 2013*). Tra le società straniere quotate su AIM salta subito all'occhio la predominanza delle imprese di origine Europea (6% sul totale), cui seguono quelle degli Stati Uniti (3,8%), della Cina (3,6%) e della Russia (3.2%) (*Arlotta et al., 2012*).

AIM UK è il mercato alternativa più forte d'Europa con un numero di società quotate molto vicino a quello del mercato principale (1.087 aziende su AIM e 1310 sul mercato principale).

Alla fine del 2013 il numero totale di società quotate era 1.087 unità, 863 avevano sede nel Regno Unito e 224 erano internazionali. Solo nel 2013 più di 60 nuove imprese sono stati ammesse su AIM, di cui 39 nel Regno Unito e il 21 straniera, per un totale di 1,82 miliardi di £ in aumento. Questi numeri sono in linea con le prestazioni del passato, considerando le 71 aziende quotate nel 2012 . In termini di diversità di settore AIM vanta più di 40 diversi tipi di attività industriali (Tabella 2.1.1) . Tra questi è possibile di individuare alcuni dominanti quali **Miniere e Oil & Gas** (rispettivamente 8 % e il 20% della capitalizzazione complessiva del mercato), **Servizi di Supporto** (7 % della capitalizzazione totale di mercato ) e **General Financials** (5 % del totale della capitalizzazione di mercato ) , (Mallin e Ow - Yong , 1998) ( Fig. 2.1.1).

Gli ambiti sopra evidenziati generano insieme quasi la metà del valore di mercato complessivo di AIM (pari a 26.063 miliardi di £).

La situazione è molto simile anche in termini di numero di imprese.

I settori più forti sono **Mining** (13 % del numero totale di società quotate in borsa ) , **Oil & Gas** (10 %) e **General Financials** (10%) ( Fig . 2.1.2 ) .

I peggiori settori in termini sia di capitalizzazione di mercato sia di numero di imprese presenti sul mercato sono:

**Automobiles & Parts** (3 aziende per una capitalizzazione di mercato di 28,6 miliardi di £), **Gas, Water & Multiutilities** (2 aziende per una capitalizzazione di mercato totale di 40 miliardi di £) e **Non Equity Investment Struments** (1 società per una capitalizzazione di mercato di 22,6 miliardi di £) .

Nessuna società quotata su AIM opera nei settori del tabacco e delle assicurazioni sulla vita. In termini di capitalizzazione media la maggior parte delle aziende AIM elencate sono caratterizzate da un valore di mercato tra il 2 £ e £ 50 milioni.



**Figura 2.1.1 :**

**A ) La Capitalizzazione di mercato dell'AIM in £ milioni nel corso del tempo .**

La linea rossa indica l' andamento medio della capitalizzazione per impresa , ottenuto come il rapporto tra la capitalizzazione AIM totale per anno e il numero totale di società quotate . Il clou del grafico indica la crisi economica del 2008 e i due periodi di boom ( 2003-2006 ) e ( 2009-2010 ) .

**B ) Numero globale delle società quotate su AIM fin dalla sua fondazione ( 1995 ) .**

La linea rossa riferisce alla variazione annua. Tutti i dati si riferiscono a Statistiche AIM ufficiali del dicembre 2013. Fonte: Statistiche AIM , Borsa di Londra , 2013.

Tuttavia, anche se esse rappresentano circa il 60% del numero totale di società quotate sui vari AIM, il contributo che forniscono alla capitalizzazione di mercato globale è piuttosto basso (<20%). Le aziende con oltre £ 250.000.000 di capitale sono numericamente inferiori (meno del 5%), ma rappresentano il 46,8% della capitalizzazione di mercato attuale (Fig. 2.1.3).

In aggiunta a questa analisi è interessante lo studio effettuato da Mendoza (Mendoza, 2007), che, indagando la fase intermedia delle aziende quotate su AIM, ha scoperto che la maggior parte di loro non sono start-up, ma aziende consolidate ancora in fase di crescita. Quanto appena detto se da un lato rende le società AIM meno rischiose per quanto concerne gli investimenti di avviamento, dall'altro rende più rischioso l'investimento in mercati dove vi sono imprese

considerate “colossi”. La circostanza sottolinea ancora di più il fatto che i principali investitori nei mercati secondari, come AIM, sono principalmente investitori istituzionali, istituzioni finanziarie e individui con portafogli azionari diversificati e/o con una forte esperienza in investimenti, piuttosto che risparmiatori (Mendoza, 2007).

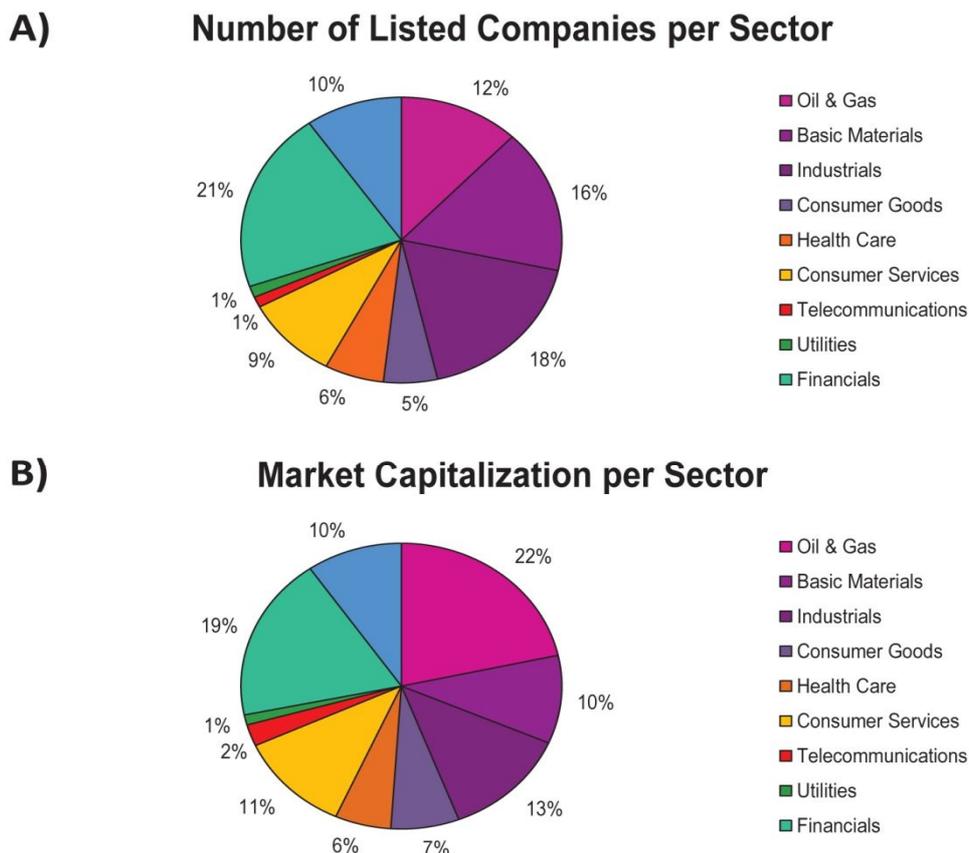
#### AIM SECTORS OF ACTIVITY

<i>Sector</i>	No. of Companies	Fraction Companies	Market Capitalization (£bn)	Fraction MKC
Oil & Gas Producers	108	10%	12,616	20%
Oil Equipment, Services & Distribution	8	1%	581	1%
Alternative Energy	16	1%	583	1%
<i>Total Oil &amp; Gas</i>	132	12%	13,780	22%
Chemicals	12	1%	347	1%
Forestry & Paper	4	0%	135	0%
Industrial Metals	19	2%	584	1%
Mining	142	13%	5,308	8%
<i>Total Basic Materials</i>	177	16%	6,375	10%
Construction & Materials	17	2%	1,485	2%
Aerospace & Defence	3	0%	105	0%
General Industrials	5	0%	89	0%
Electronic & Electrical Equipment	34	3%	777	1%
Industrial Engineering	27	2%	655	1%
Industrial Transportation	11	1%	357	1%
Support Services	98	9%	4,631	7%
<i>Total Industrials</i>	195	18%	8,099	13%
Automobiles & Parts	3	0%	29	0%
Beverages	4	0%	365	1%
Food Producers	21	2%	2,550	4%
Household Goods	13	1%	570	1%
Leisure Goods	8	1%	61	0%
Personal Goods	10	1%	826	1%
Tobacco	0	0%	0	0%
<i>Total Consumer Goods</i>	59	5%	4,400	7%
Health Care Equipment & Services	27	2%	834	1%
Pharmaceuticals & Biotechnology	38	3%	2,779	4%
<i>Total Health Care</i>	65	6%	3,614	6%
Food & Drug Retailers	4	0%	416	1%
General Retailers	15	1%	3,908	6%
Media	56	5%	1,417	2%
Travel & Leisure	28	3%	1,594	2%
<i>Total Consumer Services</i>	103	9%	7,335	11%
Fixed Line Telecommunications	5	0%	532	1%
Mobile Telecommunications	8	1%	1,035	2%
<i>Total Telecommunications</i>	13	1%	1,567	2%
Electricity	12	1%	691	1%
Gas, Water & Multiutilities	2	0%	40	0%
<i>Total Utilities</i>	14	1%	731	1%
Banks	3	0%	397	1%
Nonlife Insurance	8	1%	534	1%
Life Insurance	0	0%	0	0%
Real Estate Investment & Services	49	5%	3,542	6%
Real Estate Investment Trusts	1	0%	74	0%
Real Estate	3	0%	329	1%
General Financial	113	10%	3,508	5%
Equity Investment Instruments	45	4%	3,495	5%
Nonequity Investment Instruments	1	0%	23	0%
<i>Total Financials</i>	223	21%	11,902	19%
Software & Computer Services	88	8%	5,344	8%
Technology Hardware & Equipment	18	2%	818	1%
<i>Total Technology</i>	106	10%	6,162	10%
<b>TOTAL</b>	<b>1,087</b>	<b>100%</b>	<b>63,964</b>	<b>100%</b>

**Tabella 2.1.1**

**Settori di attività delle compagnie quotate su AIM**

(Fonte: London Stock Exchange, 2014)



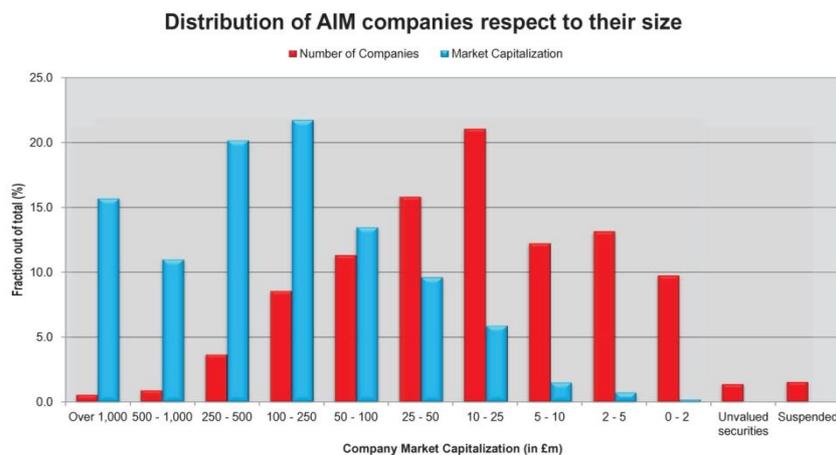
**Figura 2.1.2**

**A ) Distribuzione di settori AIM basati sulla capitalizzazione di mercato (in % sul totale) .**

*Per una descrizione dettagliata dei contenuti di ogni settore vedere tabella 2.1.1*

**B ) Distribuzione dei settori AIM in base al numero di aziende operanti in ciascuna area.**

*I settori più popolati sono quelli in cui la capitalizzazione di mercato è più alta . Tutti i dati si riferiscono a Statistiche aggiornate alla fine del 2013. Fonte: AIM statistiche , Borsa di Londra , 2013.*



**Figura 2.1.3**

**Distribuzione delle società quotate su AIM in base alle loro dimensioni**

Le barre rosse descrivono il numero di società quotate con una determinata capitalizzazione di mercato, mentre le barre blu indicano la capitalizzazione totale del mercato corrispondente.

Dal grafico si può riscontrare che la maggior parte delle società AIM ha una dimensione media tra £ 5-50 milioni, anche se il più alto contributo alla capitalizzazione complessiva di mercato AIM è fornito da poche aziende con una capitalizzazione media di mercato superiore a £ 250 milioni. Tutti i dati si riferiscono a statistiche AIM ufficiali. (*Fonte: Statistiche AIM , Borsa di Londra , 2013*).

## **2.2 PECULIARITA'DELL'AIM RISPETTO AL MERCATO PRINCIPALE**

Per comprendere meglio le peculiarità di AIM è utile confrontarlo con il mercato principale del Regno Unito, **The Main Market**. Secondo la letteratura (*Revest e Sapio, 2011*) ci sono almeno tre tassonomie principali che contraddistinguono i mercati alternativi dai principali corrispondenti:

### **• I Driver di mercato**

I principali mercati sono generalmente suddivisi con riferimento alla loro impostazione in **price - driven market** (*in cui i prezzi sono fissati dai market maker*) ed in **order - driven market** (*un mercato finanziario in cui tutti i compratori e venditori mostrano i prezzi ai quali desiderano acquistare o vendere un determinato titolo, nonché gli importi della cauzione*).

Storicamente NASDAQ e LSE sono considerati i principali esempi di *price-driven market*, al contrario l'Europa continentale tende ad usare mercati *order-driven*.

In generale nei mercati principali è possibile identificare quali sono i driver del mercato, mentre nei mercati alternativi questa distinzione tra i due gruppi non risulta essere chiara (*O'Hara, 1995; Spulber,1999*).

### **• Le Barriere alla quotazione e standard informativi.**

Questa seconda tassonomia, proposta da Posner nel 2005, associa idealmente mercati secondo i punti di forza dei requisiti di quotazione (*in termini di*

capitalizzazione, attività, il capitale proprio, storia commerciale e flottante) ed il livello dei contenuti informativi, che possono essere nazionali o derivanti da principi contabili internazionali IFRS. Tradizionalmente le borse sono caratterizzati da un elevato livello di requisiti di informativa stretti, mentre i mercati alternativi hanno una disciplina meno rigorosa.

• **L'approccio alla regolamentazione.**

L'ultima differenza è data dalle regole di base e dai principi normativi (*Burgemeestre et al, 2008, Verheij et al, 1998*). Le principali borse sono basate su un sistema fondato su regole generali e universali che sono definite ex ante e non ammettono comportamenti discrezionali. I mercati di secondo livello o alternativi, invece, dispongono di un sistema di regolamentazione basato su principi, su regole stabilite caso per caso dalle Autorità di regolamentazione o di revisione. Nel caso specifico della AIM di Londra, il Nomad (*soggetto che come abbiamo visto è coinvolto sia nella quotazione che successivamente*) svolge un importante ruolo di intermediario di fiducia (*Rousseau, 2007*).

Tradurre questi concetti in pratica porta per i mercati alternativi ad un insieme più semplice e meno rigoroso delle norme. Questa circostanza è particolarmente vera per l'AIM di Londra e la sua controparte, il **Main Market**.

Il mercato principale londinese ammette solo società con una capitalizzazione di mercato minima di £ 700.000 e con una operatività almeno triennale.

Inoltre è richiesta per l'ammissione una percentuale minima di azioni in mano pubblica del 25% e per importanti acquisizioni e cessioni è necessaria la preventiva autorizzazione assembleare. In aggiunta nel caso di società a *Quotazione Premium* è obbligatorio nominare uno Sponsor, un soggetto che collabori nell'assolvimento degli impegni connessi con l'ammissione alla quotazione e che svolga funzioni di garante in merito al profilo qualitativo dell'emittente stesso. Al contrario la quotazione su AIM non necessita né una capitalizzazione minima di mercato minima né un periodo minimo di operatività della società.

Inoltre non è previsto un livello minimo di azioni pubbliche e non è necessaria la preventiva approvazione della maggioranza degli *shareholders* per le operazioni straordinarie. L'unico vincolo è rappresentato dalla nomina di un Nomad, individuato tra quelli approvati, che segue tutta la procedura della quotazione in borsa. Per un ulteriore e dettagliato confronto tra AIM e mercato principale per quanto concerne i requisiti di ammissione si rimanda alla figura 2.2.1.

<b>ADMISSION REQUIREMENTS</b> (source London Stock Exchange)		
<b>CATEGORY</b>	<b>AIM</b>	<b>MAIN MARKET</b>
<i>Nominated Advisor/ Sponsor</i>	Nominated Advisor required at all times	Sponsor required only for Premium listing
<i>Admission Document Prospectus Required Audited Accounts</i>	Prospectus and Admission Document required but not FSA or AIM approval required  Audited Accounts of the last <b>1 year</b>	Prospectus or listing particulars required to be approved by FSA and published  Audited Accounts of the last <b>3 years</b>
<i>Working Capital Requirement</i>	Directors must confirm that the working capital available is sufficient for next <b>12 months</b>	Prospectus must contain working capital statement
<i>Public Distribution &amp; Market Capitalisation</i>	No applicable requirements	<b>25%</b> of shares must be in public hands Expected aggregate market value of at least <b>£700,000</b>
<i>Shareholders Lock-ins</i>	If the main business activity is not independent and there are earning revenues for at least 2 years, all existing shareholders holding 10 per cent or more and all directors cannot sell for 12 months from admission.	No application requirements
<i>Ongoing Shareholders Disclosures</i>	If non UK company, expected by AIM to take all reasonable steps to require shareholders holding 3% or more to disclose movements +/- 1%	Law requires prompt shareholders disclosure of interest of 3% or more and movements of +/- 1%.
<i>Corporate Governance</i>	No applicable requirements	Corporate Governance statements
<i>Publication of Results</i>	Annuals to be published within 6 months of year end. Interims within three months	Annuals to be published within 6 months of year end. Required to make interim management statement
<i>Regulatory Vetting of Transaction</i>	None. <b>Nominated Advisor</b> advises on compliance with AIM rules	Prior approval by <b>FSA</b> required of prospectus, listing particulars and all circulars
<i>Shareholders Approval of Major Transaction</i>	Only in the event of a <b>reverse-fake-over</b> which must be conditional on shareholder approval.	Prior approval required for most major transaction as well as share plans.

**Figura 2.2.1**

**Requisiti di Ammissione al mercato AIM.**

Fonte: London Stock Exchange , Guide to AIM 2015

### **2.3 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE**

Il processo di quotazione rappresenta il susseguirsi di fasi che un'azienda deve seguire per poter far parte dei mercati AIM. Spesso accade che le aziende che si avvicinano alla quotazione sui mercati presi in esame non si rendano conto di quanto lungo e costoso (*sia in termini di tempo e di risorse finanziarie*) questo processo possa essere.

Solo se l'azienda ha un esperto e motivato team può raggiungere con successo la quotazione, altrimenti, come spesso accade, la procedura fallisce (*Kinghorn, 2013*). Non tutte le aziende sono adatte per il mercato AIM, infatti, oltre ai requisiti di ammissione citati al punto precedente una società deve avere:

- *Un record di crescita sostenuta per almeno tre anni;*
- *Le previsioni che mostrano vendite in continua crescita;*
- *Un record delle politiche di audit e contabili di controllo pulite e in linea con la pratica migliore.*

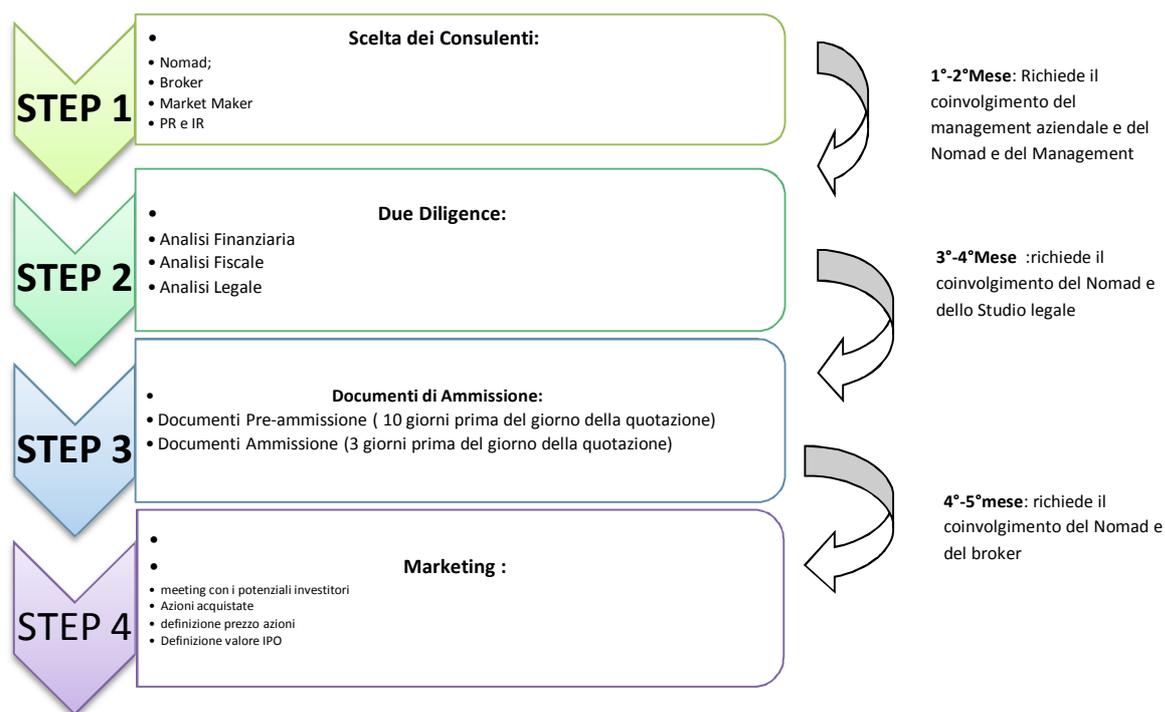
Il controllo di tutti questi elementi è uno dei compiti del **Nomad** nella fase preliminare della procedura.

Non appena questi requisiti vengono verificati l'azienda può avviare la procedura per la quotazione, che consta in 4 fasi principali (Fig. 2.2.1):

- 1) *la scelta dei consulenti;*
- 2) *la due diligence ;*
- 3) *la preparazione della documentazione di ammissione;*
- 4) *il marketing*

Una descrizione dettagliata di questi passaggi è riportata nelle sezioni successive. In generale la durata media del processo completo è compresa tra 3 e 6 mesi (Fig. 2.3.2). A volte tale periodo può essere più lungo, ma questo dipende solo dalla struttura aziendale e non dai tempi tecnici dell'AIM.

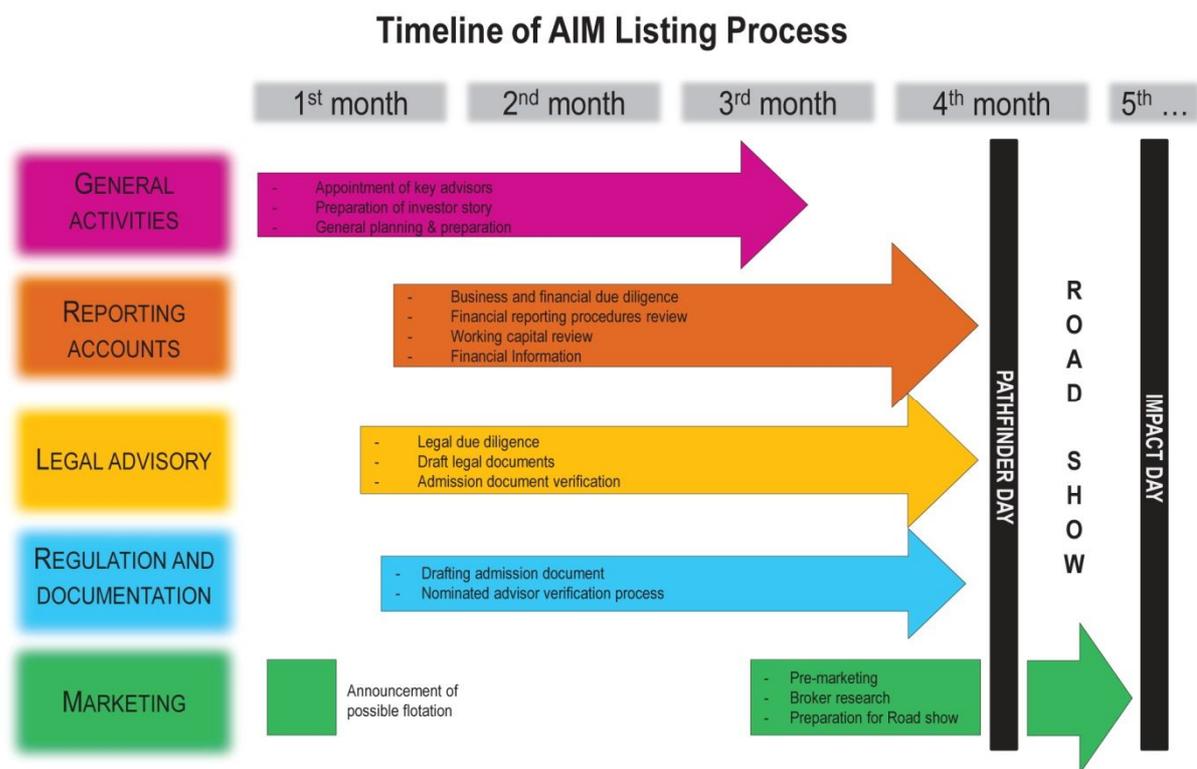
Ad esempio per un'azienda candidata alla quotazione AIM è preferibile avere amministratori non esecutivi. Nel caso manchino all'interno queste figure le aziende sono tenute ad assumerle ed a impiegarle nella società per almeno 6 mesi o 1 anno prima di avviare la procedura di messa in vendita delle azioni su AIM. Questo è il tempo tecnico necessario ad un manager per "prendere coscienza" del business aziendale e per essere responsabile delle decisioni di quotazione su AIM. La conseguenza di questa fase porta ad un naturale ed inevitabile allungamento del tempo richiesto per la quotazione (Bossi, 2013). Per le società quotate su altre borse sono previsti tempi di quotazione ridotti, che possono variare dalle cinque alle otto settimane (LLP, 2011).



**Figura 2.3.1**

**Il processo di quotazione su AIM: le fasi principali.**

Fonte:Autore,2015



**Figura 2.3.2**

### **Il processo di quotazione su AIM : La linea temporale**

*La linea temporale della quotazione su AIM mostra che , in generale, il processo richiede da 3 a 6 mesi . Le principali attività da svolgere quando si decide di effettuare la quotazione possono essere classificato in cinque categorie : Attività preliminari ,Attività amministrativo-contabili, Parte Legale , i Regolamenti e la documentazione e infine Marketing. Fonte: Price Water House Coopers ,2015*

#### **2.3.1 FASE 1: LA SCELTA DEL TEAM DI CONSULENTI**

La scelta del team di consulenti è la prima e, probabilmente, la più difficile decisione da prendere (Fig. 2.3.3).

Il mercato finanziario è ricco di consulenti qualificati , tuttavia una società deve scegliere quelli più appropriati per la propria dimensione, settore di attività e obiettivi in quanto dalla scelta sbagliata di questi soggetti può derivare la compromissione dell'intera operazione (*Kinghorn, 2013*).

I consulenti coinvolti in tutto il processo sono:

il **Nomad**, il **Broker**, il **Market maker**, i **Legali dell'Azienda**, la **Società di Pubbliche Relazioni (PR)** e la **Società di Relazioni con gli Investitori (IR)**.

Accade spesso che alcuni compiti possano essere affidati alla stessa persona: per esempio il **Nomad** potrebbe essere anche **Broker**, o il **Broker** potrebbe fungere anche da **Market maker**, o anche che il **PR** assolva anche le funzioni **IR**.

- **Nomad** : Una società che vuole quotarsi sul mercato AIM di LSE deve preliminarmente nominare e poi mantenere un Nomad per tutto il tempo in cui opera sul mercato (*London Stock Exchange, 2007*).

Il Nomad è il soggetto che ha la responsabilità di coordinare e supervisionare tutto il processo di quotazione. Il ruolo, che può essere ricoperto da una banca di investimenti, da una società di corporate finance o anche da una società di revisione, deve sempre essere approvato dalla Borsa.

Il ruolo di Nomad, per il cui affidamento è necessario aver almeno due anni di pratica in ambito di finanza aziendale, è quello di valutare l'azienda nelle sue diverse forme (*London Stock Exchange, 2007*). In particolare deve:

- *Intraprendere il compito con la dovuta diligenza per garantire che la società presenti i requisiti adeguati per la quotazione;*
- *Assicurarsi che gli amministratori siano adeguati ;*
- *Fornire indicazioni alla società durante tutto il processo ;*
- *Coordinare e supervisionare la preparazione del documento di ammissione AIM;*
- *Confermare alle autorità istituzionali che la società presenta i requisiti per effettuare la quotazione ;*
- *Preparare l'azienda per la vita su un mercato ad azionariato pubblico;*
- *Assicurarsi che l'azienda abbia capito il suo obbligo a rispettare le regole imposte da AIM*

Dalla effettuazione di tali adempimenti discende la valutazione di idoneità, che sostituisce i requisiti formali stabiliti per la quotazione sui tradizionali mercati. (*Revest e Sapio, 2011*).

- **Il Broker(o Advisor)** : In base alle regole di AIM tutte le compagnie che si quotano devono avere un Broker per l'intera vita societaria.

- Il Broker è un'istituzione finanziaria che ha il compito di facilitare gli scambi sul mercato, promuovendo l'azienda per i potenziali investitori.

Il Broker ha alcuni compiti chiave, strategici nel processo di flottazione come:

- *Sostenere le esigenze di finanziamento della società, valutando il livello di interesse degli investitori per le azioni della società, sia nel momento di ammissione sia nei momenti successivi ;*
- *Fornire consulenze in materia di mercato e trading;*
- *Consigliare sul prezzo delle azioni e sulle opportunità di investimento.*

In molti casi il Broker agisce anche come Nomad (*o viceversa*). La decisione di scegliere due consulenti distinti o uno sola spetta alla società, che sceglie l'opzione più adatta alle proprie esigenze. In merito occorre sottolineare che la presenza di un soggetto con più compiti agevola,semplifica il processo decisionale e fornisce il vantaggio di avere un broker sempre informato su tutto il processo.

- **Market Maker** : Il **Market Maker** è un intermediario finanziario che pubblica i prezzi di acquisto e di vendita dei titoli quotati in borsa ed in suo possesso permettendo a tutti gli altri investitori di comprare o vendere a quei prezzi.

Questi operatori sono quindi intermediari specializzati che fanno il mercato e si impegnano su una certa azione (*o strumento finanziario*) a fare un prezzo di acquisto e di vendita: chiunque voglia trattare quel titolo lo può fare a quei prezzi, anche per enormi quantità.

Il ruolo del Market Maker è modificare continuamente i prezzi in base all'evolversi del mercato. Il business del market maker è sfruttare lo spread fra **prezzo denaro** (*a cui è disposto a comprare*) e **prezzo lettera** (*a cui è disposto a vendere*).

Se ci sono molti Market makers la concorrenza aumenta e quindi lo spread diminuisce. Questa forma di mercato funziona bene se c'è una bassa liquidità dei titoli: essendo difficile trovare la controparte è comodo avere un attore che si sostituisca al mercato fornendogli la liquidità che non ha. È quindi una situazione contrapposta a quella del mercato ad asta.

Generalmente il *Broker* agisce anche come *Market maker*, accettando il rischio di detenere un certo numero di azioni di un particolare titolo per facilitarne la negoziazione in tutta sicurezza. Una volta ricevuto un ordine il Market Maker subito vende le azioni detenute.

La liquidità è comunemente definita come la capacità di un mercato di ospitare commesse pubbliche in arrivo con il minimo impatto sul prezzo. Questa definizione tiene conto di due elementi: i costi di **immediatezza** e di **negoziazione**.

L'immediatezza si riferisce alla probabilità di trovare una controparte in un tempo ragionevole<sup>6</sup>. I costi di Trading misurano la differenza tra il costo di vendita e il costo d'acquisto. Un mercato è considerato liquido se l'immediatezza può essere ottenuta a costi minimi di negoziazione (*Consiglio et al., 1998*). Anche se qualcuno critica AIM perché manca di un ampio volume di scambi (Litvintsev, 2009), esso può essere considerato piuttosto liquido e dinamico. Per migliorare la liquidità, a parte la nomina di un Market Maker, una società dovrebbe anche implementare la sua strategia di comunicazione e migliorare il livello di trasparenza della sua attività per ridurre al minimo le asimmetrie informative nei confronti del mercato.

- **I Legali dell'Azienda:** Lo studio legale si occupa di consigliare l'azienda su una vasta gamma di questioni, quali la struttura della società, delle sue controllate e le responsabilità degli amministratori. Con il Nomad partecipa alla preparazione dei documenti richiesti per l'ammissione. Gli avvocati, coinvolti anche nella Due Diligence Legale (*valutazione d'azienda e revisione contabile, verifica la proprietà di beni*) assumono il ruolo chiave di negoziare i termini del contratto di collocamento e in molti altri aspetti legali.
- **La Società di Pubbliche Relazioni (PR).** La società di PR è responsabile dell'efficace e chiara comunicazione attraverso i media della crescita aziendale, della strategia e della gestione. In particolare la Società di Pubbliche Relazioni

---

<sup>6</sup> come tale, la frequenza di negoziazione in un indicatore importante di immediatezza.

deve dare l'annuncio della quotazione e mantenere alto non solo il profilo aziendale, ma anche la reputazione una volta che si è avuta la quotazione sul mercato.

- **La società di Relazione con gli investitori (IR):** Il ruolo principale di questo istituto è quello di comunicare in modo efficace con la comunità degli investitori e con gli azionisti al fine di garantire che il prezzo delle azioni rispecchi effettivamente il valore della società sul mercato.

Il programma di IR può riguardare anche un esame approfondito del libro dei soci.



**Figura 2.3.3**

**Fase 1 del processo di quotazione AIM: La scelta del Tim di Consulenti.**

*Fonte :Autore, 2015*

### **2.3.2 FASE 2: LA DUE DILIGENCE**

Il secondo passo per il processo di quotazione AIM è rappresentato dalla **Due Diligence** (Fig. 2.3.4). Questa fase consiste in una profonda e completa analisi del business dell'azienda, nella quale il Nomad afferma l'adeguatezza dell'emittente e il rispetto di tutti i requisiti stabiliti per effettuare la quotazione con lo scopo finale di comprendere se la società è adatto o meno.

Il Nomad è il garante per la LSE e attraverso l'analisi di Due Diligence deve essere in grado di garantire la tutela degli investitori.

In generale la Due Diligence è un'attività organizzata, finalizzata alla raccolta e alla verifica delle informazioni di natura patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale, strategica, fiscale di una azienda. Lo scopo è quello di ottenere una fotografia particolareggiata della realtà in essere, con un focus incentrato sul potenziale di crescita, sul progetto di sviluppo e sui principali rischi intrinseci.

In questo processo il Nomad può anche chiedere l'aiuto di consulenti e esperti esterni per capire meglio se il valore della società è sostenibile nel lungo termine, con particolare attenzione alla minaccia che nuovi ingressi possono comportare all'interno del settore di attività. La fase può avere una durata diversa a seconda del livello di preparazione e organizzazione che il Nomad trova nella società al momento della nomina.

Se l'azienda ha già avviato un'attività efficace di preparazione per la quotazione (*magari in prospettiva della stessa si è servita dell'aiuto di un consulente finanziario*), migliorando ad esempio il sistema di gestione, la Due Diligence sarà più breve con significativi benefici in termini di costi del processo.

L'intero processo di Due Diligence può essere suddiviso in tre parti:

- **La due diligence finanziaria:** include l'analisi della struttura finanziaria (*tra cui la composizione della posizione finanziaria netta e l'esistenza di covenants<sup>7</sup> sul debito*), lo studio del net working capital e l'esame di tutti i debiti scaduti;
- **La due diligence fiscale :** riguarda il controllo sulla documentazione dell'ultimo anno fiscale, la valutazione di eventuali contenziosi fiscali pendenti, il trasferimento di politiche di prezzo, e tutte le agevolazioni fiscali degli ultimi tre anni;
- **La diligenza legale:** consiste nell'analisi di tutti i documenti aziendali dell'ultimo anno, i contratti, i contenziosi, la proprietà di marchi e brevetti, assicurazioni, contratti dipendenti e ogni altro obbligo legale possibile.

---

<sup>7</sup> In finanza con il termine **covenant** si indica un accordo che intercorre tra un'impresa e i suoi finanziatori, che mira a tutelare questi ultimi dai possibili danni derivanti da una gestione eccessivamente rischiosa dei finanziamenti concessi. L'accordo prevede clausole vincolanti per l'impresa, pena il ritiro dei finanziamenti o la loro rinegoziazione a condizioni meno favorevoli. Dal punto di vista del finanziatore, il covenant, serve a ridurre il proprio rischio di credito, cioè ridurre l'esposizione patrimoniale all'insolvenza del prenditore di fondi.

Il Nomad può anche stabilire, laddove ne intraveda la necessità, in linea con le funzioni attribuitegli una ulteriore consulenza legale e commerciale.



**Figura 2.3.4**

**Fase 2 del processo di quotazione su AIM: La Due Diligence.**

*Fonte: Autore , 2015*

### **2.3.3 FASE 3:DOCUMENTI DI AMMISSIONE**

Per essere ammessi al mercato AIM, dieci giorni prima dell' *impact day*<sup>8</sup>, la società deve presentare un documento di pre - ammissione. Tale documentazione consiste in un format contenente alcune informazioni di base riguardo il potenziale emittente:

*ragione sociale e l'indirizzo, i dettagli dei titoli da ammettere, approssimazione del capitale necessario per l'operazione, nome dei consiglieri ecc.*

Una versione finale e più accurata della documentazione di ammissione deve essere compilato e inviato al AIM almeno 3 giorni prima del giorno di ammissione al mercato.(Arlotta et al., 2012).

La documentazione di ammissione fornisce indicazioni ed altre informazioni potenzialmente rilevanti per gli investitori (Stringham e Chen, 2012).

---

<sup>8</sup>Il Giorno impatto è definito dal London Stock Exchange come il primo giorno in cui con una certa sicurezza si è ammessi sul mercato (Fig. 2.3.5). Dal giorno dell' impatto una società ottiene lo status di società quotata sul mercato AIM.

Di solito tale documentazione è preparata dal Nomad in collaborazione con lo studio legale, anche se solo il Nomad ha la responsabilità ufficiale di supervisionare l'intera preparazione. Il documento di ammissione si compone di tre parti:

- *La prima parte consiste in una sintesi del profilo aziendale ed in una descrizione del suo consiglio di amministrazione. Questa sezione fornisce anche un calendario generale delle operazioni di quotazione.*
- *La seconda parte è una descrizione dettagliata del business aziendale e della sua proposta di investimento, accompagnata da una panoramica sulla sua situazione storico-finanziaria.*
- *La terza e ultima parte è una spiegazione dello statuto della società con particolare attenzione alle regole AIM ed ai termini e le condizioni di qualsiasi azione offerta (London Stock Exchange, 2010).*

Il Nomad deve garantire che tutti gli aspetti rischiosi che riguardano la società siano accuratamente menzionati all'interno dei documenti e deve elaborare con particolare attenzione la sezione operativa delle parti correlate, soprattutto nel caso di aziende già controllata da altre società quotate.

Seguendo le linee guida, raccomandate dal Comitato Cadbury 1992 e segnalate dal London Stock Exchange e dallo UK Financial Reporting Council (*Seidl et al., 2012*), AIM consente alle imprese l'opzione *Comply-or-explain*<sup>9</sup>.

Questo consente alle aziende di rispettare qualsiasi norma in mercato o evitare l'applicazione delle stesse o ancora applicarle in maniera discrezionale laddove tali norme risultino essere incompatibili per l'impresa (*ad esempio in alcuni casi tali norme sono inapplicabili o inappropriate per una determinata impresa*).

La Figura 2.3.6 fornisce un esempio tipico circa i contenuti di un documento di ammissione AIM .

---

<sup>9</sup> È un principio che si applica in materia di Corporate Governance , riguarda la possibilità per le società quotate spiegare le ragioni dell'eventuale mancato adeguamento ad una o più raccomandazioni.



**Figura 2.3.5**

**Fase 3 ,Processo di quotazione su AIM : Preparazione dei documenti di ammissione.**

*Fonte : Autore , 2015*

<b>Contents of an AIM Admission Document</b>	
<b>THE VERY FRONT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cover page, including certain "health warnings" and important information for non-UK investors</li> <li>• summarized key information in relation to the company</li> <li>• index</li> <li>• list of directors and advisers</li> <li>• list of definitions and glossary of technical terms</li> <li>• timetable</li> <li>• placing statistics</li> </ul>
<b>THE FRONT END</b> <i>Detailed description of the business and the investment proposition</i>  <i>Risk factors</i>  <i>Historical financial information</i>  <i>Other reports</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• history of the business</li> <li>• information about the present-day business, current trading, and investments</li> <li>• key business and market trends and prospects in the case of an investment company; details of its investment strategy</li> <li>• summarized information about directors and key personnel</li> <li>• intellectual property</li> <li>• information about the placing or offer for subscription</li> <li>• use of funds</li> <li>• corporate governance policies</li> <li>• share option arrangements and dividend policy</li> <li>• City Code information (if applicable)</li> <li>• risk factors relevant to the business</li> <li>• historical financial information relating to the company and its subsidiaries - usually audited accounts for the last three years or a shorter period of time if the company has been in existence for less than three years.</li> <li>• an auditor's or reporting accountant's opinion as to whether the financial information shows a true and fair view for the purposes of the AIM admission document</li> <li>• if appropriate, pro forma financial information</li> <li>• experts' reports; these are necessary for mining and oil and gas companies, and they may be desirable for a company with a specialist business (e.g., technology, life sciences, intellectual properties)</li> </ul>
<b>THE BACK END</b>  <i>Statutory and general information</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• a responsibility statement confirming that each of the directors and proposed directors accepts general information: responsibility, individually and collectively, for the information contained in the document, and that to the best of their knowledge and belief (having taken all reasonable care to ensure that such is the case) the information contained in the admission document is in accordance with the facts and does not omit anything likely to affect the import of information such</li> <li>• details of the incorporation and legal status of the company, its registered office, and its objects</li> <li>• information about share capital, including rights attaching to the shares and authorities to issue further shares</li> <li>• information about the company's articles of association and constitution documents</li> <li>• directors' interest in the company, directorships of other companies, and involvement in previous personal or company insolvencies</li> <li>• the name of any person who, so far as the directors are aware, holds an interest of 3% or more in the company's issued share capital and the level of that interest</li> <li>• share option plans</li> <li>• material contracts, including the placing or introduction agreement</li> <li>• related party transactions</li> <li>• terms of engagement of the directors and senior personnel summarized tax position</li> <li>• statement by the company's directors that, in their opinion, having made due and careful enquiry, the working capital available to the company and its group will be sufficient for its present requirements, i.e., for at least 12 months from the date of admission of its securities to AIM</li> <li>• material litigation</li> <li>• any "lock-in" statement required by the AIM Rules or the Nomad</li> <li>• level of dilution resulting from any offer</li> <li>• expenses of the issue</li> <li>• terms and conditions of any offer for the sale of shares</li> <li>• sundry information</li> </ul>

**Figura 2.3.6**

**Esempio documenti di ammissione.**

*Fonte : London Stock Exchange , Guide to AIM, 2015*

#### **2.3.4 FASE 4: MARKETING**

La fase di marketing è l'insieme di attività coordinate dal Broker ,riguarda la promozione delle azioni ai potenziali investitori; in sostanza riguarda la creazione di offerta (Fig. 2.3.7). La parte più importante del marketing è rappresentato dalla "Road show": una serie di incontri con i centri finanziari nazionali e/o internazionali (come Parigi, Francoforte), in cui le caratteristiche dell'azienda sono presentate ad analisti finanziari e investitori potenziali. Durante queste presentazioni il Broker mostra la performance finanziaria ed economica della compagnia, il piano di sviluppo aziendale e il piano di progetto, presenta la struttura dell'offerta e descrive chi sono i soggetti coinvolti nell'operazione di quotazione (Arlotta et al., 2012).

Lo scopo di tutto questa fase può essere riassunta in tre punti strategici:

- *Diffusione delle caratteristiche aziendali e del proprio modello di business per creare una proposta di investimento attraente:*
- *Trasformazione l'interesse generale della società in uno specifico interesse finalizzato ad ottenere ordini di acquisto;*
- *Definizione della curva di domanda per stimare con precisione prezzo delle azioni;*

In aggiunta a questi meeting di carattere generali è possibile anche effettuare incontri individuali (*cosiddetti one-to-one*) tra il broker, il management e gli individui interessati ad un investimento stabile in azienda.

Questo comunemente accade dopo la fase di pre-marketing, in cui un investitore istituzionale specifico operante all'interno dello stesso settore ha espresso uno specifico interesse per l'acquisto di azioni della società.

L'intera proposta di acquisto, definita in termini di prezzo e quantità, deve essere registrata dagli investitori e costantemente aggiornata in un registro.

Tutti gli ordini ricevuti servono a definire se l'operazione di iscrizione può avvenire, e in caso di risposta positiva, si ha il valore finale della IPO.



**Figura 2.3.7**  
**Fase 4 del Processo di quotazione AIM: Il Marketing**

*Fonte: Autore, 2015*

## 2.4 COSTI E BENEFICI

Uno dei motivi principali per cui le aziende scelgono AIM- UK perché è noto per essere un mercato redditizio. AIM offre un processo di ammissione più veloce e una divulgazione che comporta minori costi di transazione rispetto le principali borse (*Revest e Sapio, 2011*). Tuttavia la quotazione su AIM non è libera, e prima di avviare il processo, la società dovrebbe esserne consapevole (Fig. 2.4.1).

Inoltre la maggior parte dei costi è fissa ed in caso di fallimento della IPO, avendo la società già sostenuto tali costi, tale circostanza genera una perdita in pancia alla società, perdita che potrebbe essere tale da compromettere la sopravvivenza della società stessa.

### 2.4.1 COSTI

I costi possono essere divisi in due set: costi di ammissione e costi di gestione.

**I costi di ammissione** sono quelli che un'azienda deve sostenere durante il processo di inserzione ed in generale nell'anno prima del lancio dell'IPO.

**I costi di gestione**, invece, sono quelli che l'azienda deve sostenere per rimanere quotata sul mercato negli anni successivi (*Kinghorn, 2013*).

L'importo complessivo delle spese può essere differente tra una società e l'altra a seconda della loro dimensione e capitalizzazione di mercato (*Bossi, 2013*).

Generalmente il maggior costo è correlato al pagamento dei Broker, perché questo è costituito sia da una parte fissa sia, e soprattutto, da una parte variabile correlata alla quantità di fondi raccolti con l'IPO. Le spese di intermediazione possono variare dal 3 al 5% del valore totale dell'offerta pubblica<sup>10</sup>.

Inaspettatamente i minori costi sono rappresentati dalle commissioni richieste dal LSE che nella maggior parte dei casi sono meno di £ 10.000 (*London Stock Exchange, 2014*).

Prendendo come esempio piccola-media azienda con una capitalizzazione di mercato di £ 25.000.000 ed un importo totale di denaro raccolto con la IPO di £ 10 milioni, i suoi costi numericamente sono suddivisi in:

• **Costi di ammissione:**

- *Costo del Nomad, £ 30.000*
- *Avvocati, £ 25.000*
- *Le commissioni del Broker, £ 30 / 40.000*
- *Le commissioni di intermediazione (tra il 3-5% sul denaro raccolto), £ 400,000<sup>11</sup>*
- *Commercialisti / spese di audit, £ 40.000*
- *Costi di Ammissione AIM, £ 7,409612*
- *Spese di stampa, £ 5000*

• **Costi di Gestione:**

- *Gli amministratori non esecutivi (almeno due); remunerazioni annuali £ 90,000<sup>13</sup>*
- *Spese Contabili / spese di audit, £ 40.000*
- *Spese per Nomad annuali, £ 30.000*

---

<sup>10</sup> Spesso i compensi dei Broker sono caratterizzati da una struttura di incentivi caratterizzati da una struttura di incentivi, come ad esempio 4% della commissione fino ad una certa soglia di denaro raccolto e superiore (come 5%) sopra, per massimizzare la raccolta di fondi .

<sup>11</sup>media del tasso al 4% moltiplicato per £ 10 milioni (valore di IPO )

<sup>12</sup> Fonte: London Stock Exchange, AIM fees Calculator ,2014.

<sup>13</sup> Mediamente un amministratore non esecutivo ha un compenso annuale stimato tra £ 30,000 e £ 60.000. In questo caso, siccome la società utilizzata per fare l'esempio presenta dimensioni piccolo-medie, consideriamo solo due amministratori non esecutivi con compenso di £ 45.000 ognuno

- *Le commissioni Broker annuali, £ 30.000*
- *Le commissioni AIM annuali, 5.899 £*
- *Altri (RNS, assemblea generale , spese di stampa, ecc), £ 5.000*

In questo esempio scolastico l'importo totale dei costi di ammissione ammonta ad **547.000 £**, mentre i costi di gestione che la società nel prossimo anno dovrebbe sostenere solo per mantenere lo stato ammonta ad **200.899 £** (*senza prendere in considerazione i costi legati alle altre commissioni di intermediazione proporzionali per qualsiasi ulteriore importo di denaro raccolto*).

Oltre a questo bisogna considerare che, come effetto dei requisiti di pubblicità, il fatto che l'azienda ha rilasciato un gran numero di informazioni sensibili al pubblico. La circostanza può essere considerata un costo indiretto poiché pone l'azienda in una posizione di svantaggio rispetto ad un'azienda rivale non quotata. A proposito di questo problema ci sono opinioni controverse, tra cui quella supportata dall'economista Stoughton e colleghi (*Stoughton et al., 2001*), che concordano nell'affermare che queste informazioni migliorano la percezione dei consumatori circa la qualità del prodotto dell'azienda.

#### **2.4.2 BENEFICI**

Oltre ai Costi e ad alcuni svantaggi che derivano indirettamente, come quello delle informazioni sensibili, diventare una compagnia quotata sul pubblico mercato comporta numerosi vantaggi. Il primo e più importante è la possibilità di raccogliere una grande quantità di denaro sia al momento dell'ammissione sia attraverso ulteriori raccolte di capitale, che possono essere utilizzati per la crescita e lo sviluppo dell'impresa (*Choe et al, 1993; Pastore e Veronesi, 2005*).

Ci sono molte ragioni per cui è importante quotarsi sul pubblico mercato:

- *creare un mercato per imprese quotate,*
- *posizionarsi nel mercato*
- *aumentare il valore oggettivo del business dell'azienda*
- *aumentare la capacità di fare acquisizioni con azioni quotate come valuta etc.*

I passaggi di proprietà possono essere fatti con più facilità dopo la quotazione (Levin, 2013) e le aziende quotate sul pubblico mercato hanno una maggiore visibilità grazie alla trasparenza e alla disponibilità di informazioni.

In aggiunta a questo, in quanto operatori di mercato, le società quotate possono utilizzare il *cross-listing*<sup>14</sup> che riduce il loro costo del capitale (Pagano et al., 2002), e possono incoraggiare i dipendenti e aumentare la loro motivazione a lungo termine attraverso incentivi proporzionali alle loro prestazioni (London Stock Exchange, 2010).

Pagano, Panetta e Zingales (Pagano et al., 1998) mostrano anche che un ulteriore effetto positivo deriva dalla riduzione dei costi del credito bancario.

Infatti con l'accesso a fondi azionari esterni, e con la riduzione delle asimmetrie informative per la disponibilità di maggiori informazioni disponibili agli investitori pubblici in seguito alla quotazione, la società ha maggiori possibilità di ottenere credito ad un tasso di interesse più basso. Inoltre, con la grande produzione di documentazione per gli azionisti e con tutti i nuovi soggetti coinvolti nel business aziendale, vi è un più alto livello di controllo su molti dati aziendali critici e sui sugli aspetti legati ai principali indici finanziari (Pagano e Roell, 1998).

Nel caso specifico di AIM, oltre quanto sopra menzionato, abbiamo ulteriore effetti benefici connessi alle peculiarità del mercato di seguito indicate:

1) London AIM è un mercato con una forte credibilità internazionale e integrità, maggiore di altri concorrenti, come la *Deutsche Borse* di Francoforte che ha una reputazione più altalenante (Kinghorn, 2013).

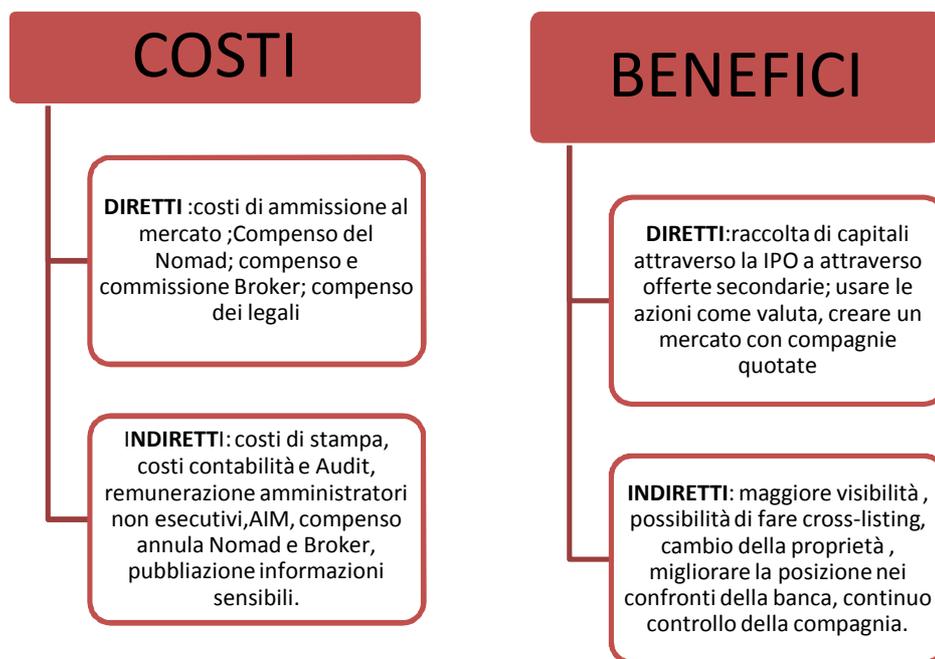
2) AIM è un mercato in cui è davvero possibile raccogliere una certa quantità di fondi, essendo specializzato nel piazzamento di secondario<sup>15</sup>. La quantità media di denaro per ogni operazione è piuttosto bassa (tra £ 5 e £ 10.000.000), ma con la

---

<sup>14</sup> Riferisce a società già quotate su mercati domestici che decidono di effettuare la quotazione anche su di una seconda piazza finanziaria

<sup>15</sup> Riferisce a società già quotate su mercati domestici che decidono di effettuare la quotazione anche su di una seconda piazza finanziaria

possibilità per le aziende di avere accesso facilmente ad ulteriori collocazioni. Questo dà alle aziende la possibilità di aumentare gradualmente ma continuamente la raccolta di fondi per il processo di crescita. (Bossi, 2013).



**Figura 2.4.1**

**Processo di quotazione su AIM .Differenze tra costi e benefici diretti ed indiretti.**

*Fonte:Autore, 2015*

## **2.5 I FATTORI CHIAVE DEL SUCCESSO**

Durante i suoi quasi 20 anni di storia AIM è universalmente riconosciuto come un mercato prospero e affidabile. Il suo successo è dovuto numerosi fattori, tra cui i tre principali sono :

**1. La posizione di Londra :** Londra è uno dei centri finanziari leader mondiali. La presenza di analisti finanziari altamente qualificati spiega la sovraperformance di AIM su altri paesi europei che replicano lo stesso modello di business (Mendoza,2007).

Studi economici effettuati attraverso l'utilizzo di cross-listing, infatti, hanno dimostrato l'importanza del ruolo dell'analista e di specialisti esperti per giovani aziende in crescita (*Blass e Yafeh, 2001; Pagano et al., 2002*).

**2. La diversificazione :** AIM, a differenza del NASDAQ, ha evitato di concentrarsi solo sul settore tecnologico, ma ha ampliato il campo di operatività (*Martin e Young, 2009*) consentendo in tal modo l'interessamento alla quotazione sul suddetto mercato dei nuovi settori emergenti. A questa diversificazione dei settori è presumibilmente da attribuire il non coinvolgimento di AIM nel crollo dei mercati europei (*2008-2009*).

**3. Costo effettivo del mercato :** AIM consente un effettiva raccolta del capitale non solo nella fase di ammissione iniziale, ma anche in caso di offerte secondarie. Questo fa sì che il mercato secondario londinese sia attrattivo anche per quelle piccole imprese altrimenti non interessate alla quotazione (*Litvintsev, 2009*).

Motivati dal successo AIM c'è stata una recente tendenza all'imitazione, tra i quali i più significativi sono l' AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale ed il Tokyo AIM (*Inverno e Szulanski, 2001*).

Ma è davvero sufficiente copiare un modello di successo per ottenere altrettanto successo in un mercato e in un contesto diverso?

Per rispondere alla domanda rimandiamo al Capitolo terzo, in cui si andranno ad esplorare le caratteristiche di AIM -Italia rispetto ad AIM UK.

*E io pago , e io pago .....*

*( 47 morto che parla)*

*Antonio De Curtis  
(Totò)*

## 3

### **L'Alternative Investment Market di Borsa Italiana.**

*Borsa Italiana Spa, storica azienda che gestisce il funzionamento di Borsa Italiana ha perso la sua indipendenza nel 2007, anno in cui è passata sotto il controllo del Gruppo London Stock Exchange (LSE). Il primo tangibile risultato dell'unificazione delle due Borse è stato il lancio nel 2008 di AIM - Italia sulla scia del successo AIM di Londra. Anche se le aspettative per l'immissione sul mercato erano alte, la sua performance è stata piuttosto scarsa anche a causa della competizione del già esistente Mercato Alternativo del Capitale (MAC).*

*Nel 2012, per cercare di razionalizzare l'offerta sul mercato delle PMI , AIM Italia e MAC si sono fusi dando origine a `` **AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale**``. Scopo di questo capitolo è quello di comprendere la caratteristica di questo mercato italiano di secondo livello e confrontarlo con il modello di mercato del Regno Unito. Una preliminare breve introduzione sulla storia di Borsa Italiana e sul quadro delle PMI italiane è d'obbligo, diciamo fondamentale alla comprensione delle significative differenze che intercorrono tra i due sistemi economici.*

### **3.1 IL PARADOSSO DEL SISTEMA ECONOMICO ITALIANO**

Il sistema economico italiano differisce in molti aspetti da quello del Regno Unito. Tanto per iniziare il sistema UK si basa su imprese industriali di dimensioni considerevoli, tradizionalmente aperto a terze parti per quanto riguarda gli investimenti azionari con un alto livello di capitalizzazione e soggetto a internazionalizzazione.

Il capitalismo italiano, invece, è normalmente caratterizzato da una struttura produttiva frammentata composta sostanzialmente da numerose aziende di piccole dimensioni.

La maggior parte delle imprese italiane è a conduzione familiare con un elevato livello di controllo da parte delle stesse famiglie. Il potere decisionale è in genere nelle mani di poche persone, mentre il patrimonio netto della società e i beni di famiglia sono spesso sovrapposti. Nel Regno Unito, al contrario, le imprese sono di solito gestite da soggetti esterni, che vengono nominati in funzione delle loro caratteristiche e capacità.

Infatti solo una minoranza di imprese è completamente a conduzione familiare, essendo la loro maggior parte caratterizzate da una parte di capitale “in mano pubblica” oppure aperte ad una molteplicità di differenti azionisti, facilitando in tal modo la copertura delle esigenze finanziarie.

Viceversa, in Italia, la cultura imprenditoriale sembra essere ancorata al modello tradizionale dell'uomo d'affari (*Fazzi, 1982*), segnato dalla chiusura dell'assetto proprietario a qualsiasi ripartizione del progetto imprenditoriale con terzi.

La principale fonte di finanziamento per le imprese italiane è rappresentato dal credito bancario, basato in particolare su un sistema di prestiti (Fig. 3.1.1), e con una maggioranza di imprenditori che non prende in considerazione la possibilità di ricorrere a capitale esterno (Fig. 3.1.1).

Un altro aspetto negativo che contraddistingue le imprese italiane è quello di non avere una struttura definita in termini organizzativi e di governance.

		SUBJECT	
		CURRENT MEMBERS	THIRD PARTIES
FORM	EQUITY	Fundraising Capital Increase	Private Equity Personal Venture Capital Listing
	DEBT	Obligations Leverage buy out Other funding	Obligations Bank Loan Bank Discout Public agevolation Other funding

**Figura 3.1.1:**

**Classificazione degli strumenti finanziari.**

*Fonte : La gestione della quotazione per valorizzare le PMI, Perrini F.,2000*

L'insieme delle caratteristiche delle aziende italiane descritte, calato in un Paese dove la maggioranza delle imprese non solo sono chiuse a terzi, ma presentano piccole dimensioni, si traduce in basso profitto.

In Italia il 99,9% delle aziende sono PMI<sup>16</sup>(*corrisponde a 3,947,000 unità - il più alto in Europa*) e di queste il 94,3% sono microimprese (*vale a dire che hanno meno di 10 dipendenti*). Contrariamente il Regno Unito conta solo 1.731.000 PMI che rappresentano il 99,6% del numero totale delle imprese del Regno Unito. Tra queste solo il 89,3% sono microimprese (*Caccavaio et al.,2009*) (Fig. 3.1.2).

Questi valori evidenziano come il numero di aziende di un Paese non è un buon indicatore per misurare la produttività.

Anche con un minor numero di imprese (*quasi la metà*) il Regno Unito ottiene migliori prestazioni dell'Italia sia in termini di occupazione (*il tasso di disoccupazione è in calo nel Regno Unito - 7,8% e ancora alto in Italia - oltre il 12 %*)<sup>17</sup>

<sup>16</sup> La nuova soglia per le dimensioni delle PMI è stata definita dalla Direttiva del 6 Maggio 2003, direttiva 2003/361/CE, entrata in vigore il 1 gennaio 2005, e entrata nel nostro ordinamento con Decreto ministeriale del 18 aprile 2005. PER essere definita come una PMI è necessario avere un numero di dipendenti inferiore a 250 , e un fatturato inferiore a 50 milioni di euro e PN inferiore a 43 milioni di euro.

<sup>17</sup> Fonte: The Guardian (<http://www.theguardian.com/business/2014/nov/uk-unemployment-falls>).

sia in termini di crescita del PIL ( +0,6% e -1,7 % rispettivamente per il Regno Unito e Italia) <sup>18</sup>

Un altro svantaggio strutturale delle PMI italiane è legato al basso livello di capitalizzazione e ad alti livelli di esposizione debitoria. Mediamente il capitale proprio rappresenta circa il 29% delle risorse, mentre il restante 81% consiste in passivo, la cui frazione più grande è rappresentato dalla domanda debiti e dal credito bancario (D'Amato e Cacia, 2008).

Nel 2010 la percentuale del credito bancario a lungo termine per le imprese italiane corrispondeva al 67% del totale delle fonti finanziarie (Carosio, 4 Maggio 2011), mentre nel Regno Unito questo valore era pari ad appena il 27% (Carosio, 4 Maggio 2011).

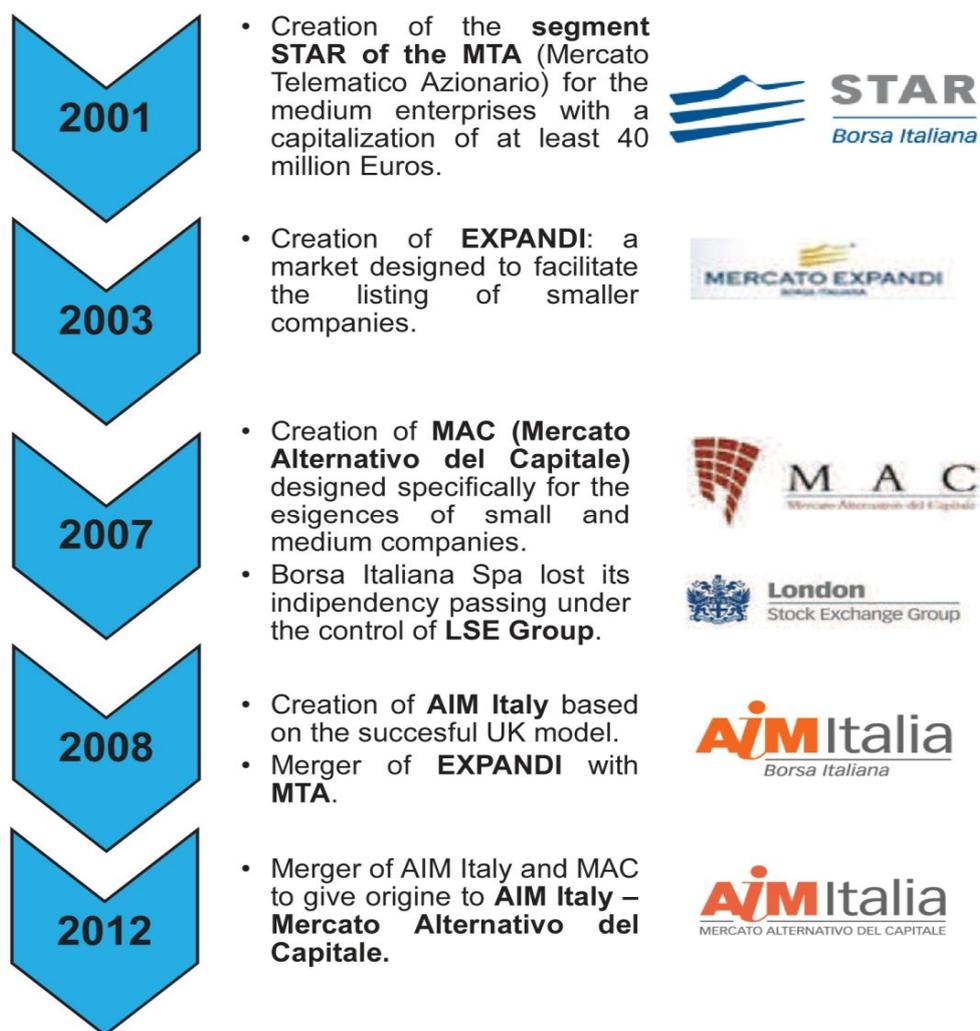
Questi numeri indicano come le imprese italiane, ancora oggi, siano eccessivamente indebitate e sotto-capitalizzate con una leva sfavorevole che rende più difficile l'accesso a supplementari fonti di finanziamento.

Ciò è in accordo con un rapporto pubblicato nel 2014 dalla Commissione Europea che mostra come l'accesso ai finanziamenti per le piccole medie imprese risulti essere difficoltoso.

Infatti mentre quasi due terzi(63%) delle piccole e medie imprese che hanno presentato domanda per un prestito bancario negli ultimi sei mesi del 2011 ha ricevuto l'importo richiesto (contro il 77% per le grandi imprese), il 17% ha ricevuto meno di quanto richiesto e per l'11% di esse la richiesta non è andata a buon fine. Inoltre è doveroso rimarcare la circostanza che il 4% delle PMI ha rifiutato il prestito offerto dalla banca perché le condizioni finanziarie erano ritenute inaccettabili.

---

<sup>18</sup> Fonte :ISTAT (Sito Ufficiale)



**Figura 3.1.2**  
**Evoluzione storica del mercato dedicato alle PMI Italiane.**

*Fonte :Borsa Italiana, 2014*

In merito occorre sottolineare che per quanto riguarda la situazione italiana i vincoli aggiuntivi al credito bancario, soprattutto al seguito della crisi finanziaria, rendono urgente sia per le imprese e sia per gli operatori politici ripensare al ruolo del debito bancario e cercare valide alternative per le fonti di finanziamento (*Caccavaio et al., 2009*).

L'alternativa più efficace è senza dubbio rappresentata dalla quotazione in mercati regolamentati , i quali comportano un immediato aumento di liquidità per finanziare la crescita.

Purtroppo i dati recenti riportano ancora numeri bassi per quanto riguarda la quotazione di PMI italiane sul mercato e ciò a dimostrazione che questa soluzione è raramente adottata da parte delle imprese italiane. Tuttavia è doveroso sottolineare che negli ultimi anni i dati presentano, in settori particolari come quello hi-tech, dei margini di miglioramento (*22 le nuove imprese quotate nel 2014 e 36 nell'anno precedente* ).

E' in questo quadro complicato che la storia recente dei mercati dedicati alle PMI italiane ha avuto luogo. Seguendo l'esempio di altri Paesi europei l'Italia ha capito l'importanza che le PMI ricoprono nel sistema economico<sup>19</sup>.

Ed in quest'ottica che la politica economica italiana ha cercato di sviluppare una serie di mercati (*o segmenti di mercati*) per promuovere la quotazione di piccole e medie imprese attraverso meccanismi semplificati , che tuttavia risultano essere pur sempre eccessivi rispetto a quello di altri mercati .

Ad ogni modo la maggior parte delle iniziative per promuovere la quotazione delle PMI ha avuto vita breve e non ha dato i risultati sperati.

Il paragrafo seguente cercherà di ricostruire la storia di Borsa Italiana Spa dalla sua privatizzazione fino alla recente creazione della AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale.

A questo punto appare in tutta la sua chiarezza il paradosso della situazione italiana: in Italia le PMI svolgono un ruolo fondamentale per l'economia nazionale, ma allo stesso tempo queste sono raramente quotate in mercati regolamentati loro dedicati.

Questo causa uno spreco di opportunità, una situazione generale di sotto sviluppo in confronto ad altre economie europee e una perdita di competitività nella crescita “ imposta” dal mercato globale (*Passeri e Mazzi, 2009*).

---

<sup>19</sup> In Europa le PMI rappresentano circa il 99% delle imprese totali , oltre il 65% dei dipendenti e il loro contributo al PIL Europeo è del 60% circa (Tabella 3.1.1 )

EUROPEAN ENTERPRISES			
	Number of enterprises (million)	Number of employed (million)	Value added (Euro billion)
<b>All enterprises</b>	<b>21.0</b>	<b>135.8</b>	<b>6176</b>
<i>All SMEs</i>	20.9	90.6	3617
Micro	19.3	39.3	1348
Small	1.4	27.9	1147
Medium	0.2	23.4	1122
Large	0.0	45.2	2559
	Number of enterprises (% over the total)	Number of employed (% over the total)	Value added (% over the total)
<b>All enterprises</b>	<b>100%</b>	<b>100.0</b>	100.0
<i>All SMEs</i>	99.8	66.7	58.6
Micro	92.0	29.0	21.8
Small	6.7	20.5	18.6
Medium	1.1	17.2	18.2
Large	0.2	33.3	41.4

**Tabella 3.1.1**  
**Distribuzione Europea PMI.**

*Fonte :Eurostat, 2008*

### 3.2 EVOLUZIONE STORICA DEI MERCATI ITALIANI PER LE PMI

Alla fine del XX secolo il mercato italiano era davvero sottosviluppato in confronto al resto d'Europa e ciò in conseguenza di due cause fondamentali.

La prima legata alla struttura proprietaria delle aziende italiane ed al suo atteggiamento di chiusura verso l'ambiente esterno che ha portato alla creazione di un mercato finanziato internamente, impedendo alle imprese il finanziamento esterno, anche tramite acquisizioni ostili.

Infatti i pochi gruppi industriali italiani e la miriade di aziende piccole e a conduzione familiare non hanno mai preso in considerazione la quotazione come una possibilità alternativa per finanziare le loro attività per la paura di perderne il controllo.

La seconda dovuta alla posizione centrale delle banche nel sistema di finanziamento che di fatto ha impedito la creazione di un mercato che fungesse da fonte finanziaria.

Inoltre si ritiene opportuno sottolineare che la lentezza del Mercato italiano, storicamente più lento rispetto al resto d'Europa, è anche legata alla circostanza che nel Bel Paese le istituzioni finanziarie, come fondi, venture capital e di private equity, che in genere supportano questo tipo di operazioni, sono venute molto tardi.

Infine bisogna anche rimarcare lo scarso interesse che le famiglie italiane hanno dimostrato per gli investimenti azionari, preferendo di gran lunga l'attrattività dei Bond ad alto rendimento. Anche se con ritardo, alla fine del 1990, l'Italia era interessata profondamente a modificare la sua posizione e a "modernizzare" il mercato. Nel 1996, con il recepimento della direttiva europea relativa ai servizi di investimento, il mercato italiano ha avviato un processo di riorganizzazione e privatizzazione della Borsa nazionale.

Borsa Italiana Spa nasce ufficialmente il 2 gennaio 1998 e fino ad oggi è stata la società che con autonomia, organizza e gestisce il funzionamento del mercato italiano con l'obiettivo di massimizzare la liquidità, la trasparenza e l'efficienza.

Borsa Italiana Spa gestisce il MTA (Mercato Telematico Azionario) che è il principale mercato italiano in cui sono negoziati titoli, obbligazioni convertibili, warrant etc.

Dal 2001 questo mercato è stato diviso in tre segmenti:

**BLUE CHIP** che è dedicato alle aziende con una struttura robusta ed un'alta capitalizzazione azionaria, oltre 1 miliardo di euro,

**STAR** che si rivolge alle aziende con una capitalizzazione media (tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro)

**STANDARD** per aziende con una capitalizzazione pari a 40 milioni di euro.

L'MTA è stato creato per le aziende con un'grande rilevanza, visti i severi requisiti di trasparenza, disclosure e capitalizzazione.

Parallelamente a questo, dalla privatizzazione della borsa, si avvertiva l'esigenza di dare alle piccole e medie imprese la possibilità di ottenere fondi per il loro

sviluppo con la conseguente nascita di un programma dedicato esclusivamente a tale categoria di imprese.

Nel 2001 è stato creato il segmento STAR del MTA per valorizzare le aziende di medie dimensioni e nel 2003 è stato istituito il Mercato EXPANDI con l'obiettivo di facilitare la quotazione di imprese minori attraverso procedure meno onerose e complesse.

La mancanza di una disciplina rigorosa, i pochi vantaggi fiscali e l'introduzione della direttiva MiFiD<sup>20</sup> hanno generato, però, come conseguenza la lenta scomparsa del mercato EXPANDI.

Un esperimento più concreto di nuovi mercati per le PMI è avuto nel giugno 2007 con la creazione del MAC (*Mercato Alternativo del Capitale*), un mercato progettato specificamente per le esigenze di piccole imprese. Il MAC è imperniato su due elementi principali: una semplificata e deregolata procedura di ammissione e la possibilità solo per gli investitori istituzionali di essere autorizzati ad operare sul mercato, salvaguardando in tal modo i piccoli risparmiatori (*Passeri e Mazzi, 2009*). Questo mercato è stato istituito con obiettivi molto ambiziosi: arrivare a una trentina di annunci entro il primo anno e, successivamente, raggiungere nel giro di pochi anni un centinaio di società quotate. Nonostante queste aspettative nel suo ultimo anno di vita il MAC contava solo 11 le società quotate. L'aumento in tutto il mondo della concorrenza, anche tra le borse, e la necessità di crescere più rapidamente estendendo la strategia internazionale hanno portato Borsa Italiana Spa ad accettare la proposta di acquisto avanzata dal Gruppo LSE.

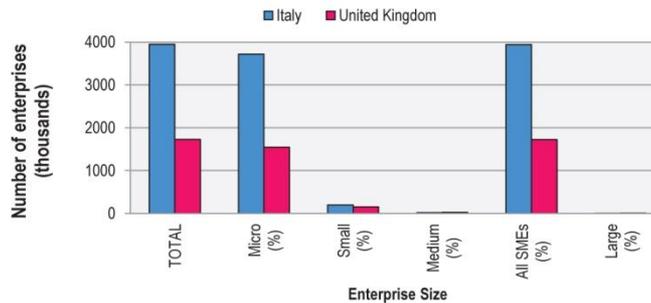
Nell'ottobre 2007 Borsa Italiana Spa è stato ufficialmente acquisita dalla controparte inglese per £ 3.900 milioni. Formalmente le due società (Borsa Italiana Spa e LSE Group) mantengono la propria personalità giuridica, la loro autonomia decisionale nei rispettivi mercati e i loro marchi, mentre i centri

---

<sup>20</sup> **Direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE** (conosciuta anche come **direttiva MiFiD**, acronimo di **Markets in Financial Instruments Directive**) è un atto normativo emanato dal Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004. Essa costituisce un passo importante verso la costruzione di un mercato finanziario integrato efficace e competitivo all'interno dell'Unione Europea (UE)

finanziari saranno gradualmente integrati. Questa decisione mirava ad intensificare i rapporti tra i mercati, aumentare la loro visibilità ed ottenere una diversificazione dei prodotti e dei clienti. L'idea dell'unione era quella di creare una opportunità di cross-access, un collegamento cross-market ed allargare il pool di liquidità a disposizione delle aziende quotate, riducendo in tal modo il costo del capitale.

**A) Number of SMEs in Italy and UK**



**B) Number of SMEs in Europe**

	TOTAL	Micro (%)	Small (%)	Medium (%)	All SMEs (%)	Large (%)
Greece	811	96.6	3.0	0.4	99.9	0.1
<b>Italy</b>	<b>3947</b>	<b>94.3</b>	<b>5.1</b>	<b>0.5</b>	<b>99.9</b>	<b>0.1</b>
Portugal	778	94.0	5.1	0.7	99.9	0.1
Spain	2653	93.1	6.0	0.8	99.9	0.1
Sweden	586	94.7	4.4	0.8	99.8	0.2
France	2633	93.1	5.9	0.9	99.8	0.2
Belgium	426	92.5	6.3	0.9	99.8	0.2
Netherlands	583	90.4	8.0	1.4	99.7	0.3
Ireland	158	87.8	9.9	1.9	99.7	0.3
Finland	202	91.7	6.9	1.1	99.7	0.3
Austria	294	87.2	10.8	1.7	99.6	0.4
<b>United Kingdom</b>	<b>1731</b>	<b>89.3</b>	<b>8.8</b>	<b>1.5</b>	<b>99.6</b>	<b>0.4</b>
Denmark	211	85.0	12.2	2.4	99.6	0.4
Germany	1880	83.0	14.1	2.4	99.5	0.5
EU-27	20994	92.0	9.7	1.1	99.8	0.2

**C) Enterprise classification criteria**

Classification of enterprise	Number of employee	Annual turnover (million €) *	Total Annual Equity (million €) **
Medium	< 250	< 50	< 43
Small	< 50	< 10	< 10
Micro	< 10	< 2	< 2

**Figura 3.2.1:**

**PMI in Italia e nel Regno Unito .**

**A) Confronto tra il numero di PMI in Italia e Regno Unito divise in classi dimensionali .**

**B) Numero di PMI in Europa per dimensioni.**

**C) Spiegazione dei criteri utilizzati per classificare la dimensione delle imprese. Le nuove soglie sono definite dalla direttiva 2003/ 361 / CE.**

Fonte: Eurostat , Commissione europea ,2008

I due gruppi, però, avevano caratteristiche diverse: Borsa Italiana trovava i suoi punti di forza nei cash equities, nei prodotti derivati a reddito fisso, mentre LSE era specializzata in titoli azionari internazionali.

La combinazione tra le due imprese può generare molti vantaggi. Il primo risultato tangibile della fusione è stato il lancio nel dicembre 2008 di AIM Italia, sulla scia del mercato di successo AIM UK.

Il Gruppo LSE, infatti, ha riproposto il modello di Londra anche in Italia mantenendo gli stessi aspetti, ad eccezione di pochi adattamenti nazionali non sostanziali. Ci sono state numerose critiche a seguito di questa decisione, dal momento che tale scelta si è rivelata un completo fallimento.

La risposta di Borsa Italiana Spa era che AIM sembrava avere il potenziale per attirare un maggior numero di imprese rispetto al MAC, dal momento che la sua reputazione era consolidata in Europa. Inoltre c'è un altro aspetto interessante di AIM che lo differenzia da MAC, vale a dire la possibilità anche per gli investitori al dettaglio di effettuare operazioni su di esso ( richiede inoltre la presentazione di una più sostanziale documentazione informativo) e la possibilità di quotazioni di Start Up, quindi prive di una storia di business (*Passeri e Mazzi, 2009*).

Il più recente passo nella storia dei mercati italiani per le PMI è stata la fusione, nel 2012, di MAC e AIM Italia dando origine ad AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale. Questa decisione è stata presa visti gli scarsi risultati del MAC (solo 11 le società quotate, 2012) al fine di creare un unico mercato ed eventualmente di successo per le PMI.

### **3.3 DIFFERENZE TRA AIM-UK E AIM ITALIA - MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE**

In pratica la fusione tra AIM Italia e MAC è stata fatta cambiando le due regolamentazioni di mercato e adottando un unico corpus di norme (fig.3.3.1).

Le società già quotate su AIM Italia e MAC dovevano conformarsi alla nuova normativa entro dei termini stabiliti. Per le aziende quotate su AIM Italia, ovviamente, non c'era un periodo di transazione in quanto le nuove norme non

richiedevano ulteriori adempimenti, oltre a quelli già ottemperati, mentre le aziende MAC per trasferirsi su AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale dovevano nominare un Nomad (*soggetto che non era richiesto su MAC*). Per assicurare un adeguato periodo di adattamento il MAC è stato aperto sul finire del 2012 ed entro il termine del 31 Dicembre 2012 aziende che MAC decidevano di quotarsi sul nuovo mercato dovevano preparare la richiesta di ammissione indirizzata a Borsa Italiana Spa e comunicare il soggetto che avrebbe ricoperto la carica di Nomad. Il nuovo mercato è ancora un MTF <sup>21</sup> (*come lo è stato AIM Italia*) completamente gestito da Borsa Italiana Spa. Consiste in un mercato non regolamentato, ma molto strutturato, anche se con meno flessibilità rispetto alle aspettative (*Tognoli, 2013*).

L'immissione primaria di azioni è consentita solo per gli investitori istituzionali (fondi, hedge funds, private banking, private equity, ecc), mentre tutto il secondo trading può essere negoziato anche al "dettaglio"<sup>22</sup>. Queste condizioni spiegano perché la richiesta informativa è semplificata. Dato che non c'è una sollecitazione iniziale all'investimento pubblico (risparmiatori), l'autorità di vigilanza italiana (CONSOB) non deve intervenire e l'azienda può preparare un documento di ammissione molto più semplificato con meno dettagli (*rispetto al mercato principale*) (*Tognoli, 2013*).

Per essere ammessi su AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale non è necessario una soglia minima di capitalizzazione e il flottante deve essere di almeno il 10 per cento. L'informativa necessaria per la quotazione consiste nel documento di ammissione e utilizzo nell'ultimo anno dei principi contabili italiani o IFRS principles.<sup>23</sup>

I principali obblighi continuativi sono : la preparazione del bilancio annuale, la relazione semestrale in conformità alle regole dell'informativa price sensitive (*in*

---

<sup>21</sup> Multilateral Trading Facilities

<sup>22</sup> Borsa Italiana official website (<http://www.borsaitaliana.it>)

<sup>23</sup> Borsa Italiana official website (<http://www.borsaitaliana.it>)

linea con le società quotate sui principali mercato) e la “manutenzione “ continua per fissare la liquidità del titolo ( *Arlotta et al. , 2012* ) ( Fig . 3.3.1 ).

	AIM Italy	MAC		AIM Italy - Mercato Alternativo del Capitale
Floating	10%	N/a		10%
Audited Accounts	3 years (if existing)	1 year		1 year (if existing)
Investors	Professional investors in the primary phase and retailers in secondary placing	Only professional investors		Professional investors in the primary phase and retailers in secondary placing
Admission Document	Admission Document	Prospectus		Admission Document
Market Capitalization	No formal requirement	No formal requirement		No formal requirement
Main Advisor	Nomad	Primary Specialis		Nomad
Ongoing Requirements	Price-Sensitive disclosure in case of extraordinary operations	Price-Sensitive disclosure when the title is widespread		Price-Sensitive disclosure in case of extraordinary operations
Quarterly Disclosure	No	No		No
Half-year Disclosure	Yes	Yes		Yes
Annual Accounts	Yes	Yes		Yes
Accounting Principles	IFRS Principles	Italian Accounting Principles		IFRS Principles or Italia Accounting Principles

**Figura 3.3.1**

**Requisiti quotazione su AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale**

*Fonte: Borsa Italiana*

Per quanto riguarda i soggetti coinvolti nel processo di quotazione il Nomad e Broker sono le figure più importanti e per questo vanno definite . Questi due soggetti mantengono anche in AIM Italia-MAC tutte le funzioni tipiche stabilite dalla LSE nel sistema britannico, con la responsabilità di supportare l'azienda in tutto il processo di quotazione dal due-diligence all'IPO.

Un'altra figura che è bene individuare, che spesso troviamo all'interno della normativa di Borsa Italiana Spa e che non figura nel regolamento LSE, è lo **Specialist**. La sua funzione nel mercato italiano è quella di garantire la liquidità delle azioni negoziate intervenendo nel mercato quando c'è un'eccessiva fluttuazione del prezzo delle azioni. Analizzando questa definizione è piuttosto facile ricollegare la sua funzione a quella che svolge il Market Maker nel Regno

Unito. A dimostrazione di ciò vi è il fatto che anche in Italia questa posizione è spesso ricoperta dal Broker o dal Nomad, quando questi presentano tutti i requisiti richiesti.

Un soggetto completamente nuovo e la cui presenza si riscontra solo in AIM Italia è lo **Sponsor**, un ruolo è generalmente ricoperto da una banca operante nella stessa area della società quotata.

Questo dimostra, come già evidenziato in precedenza, quanto in Italia il rapporto tra imprese e sistema bancario risulti essere vicino, rendendo le banche punto di riferimento fondamentale nella struttura decisionale non solo come fornitore di liquidità, ma anche come consulenti finanziari (Fig. 3.3.2).

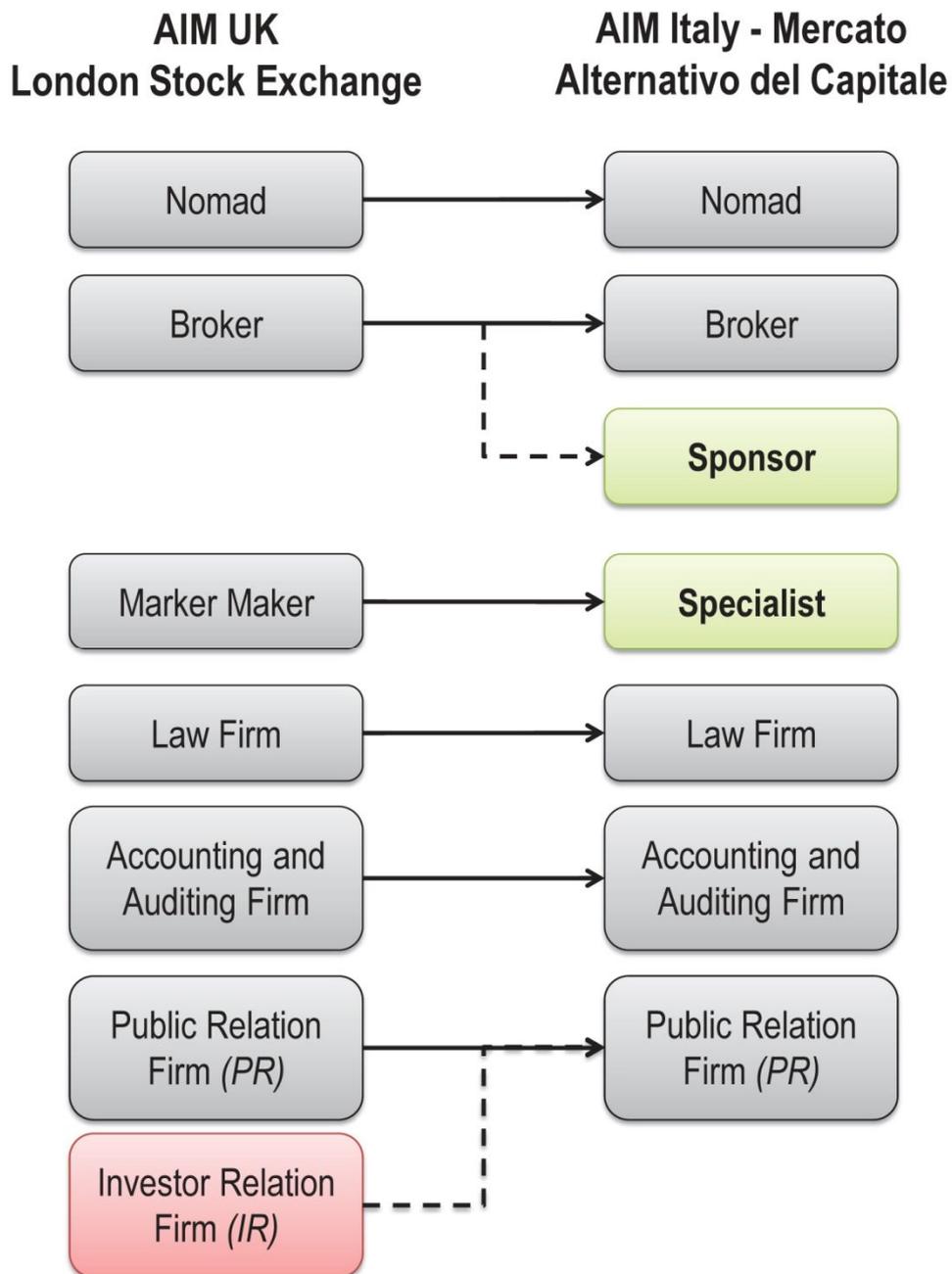
### **3.4 ANALISI DELLE SOCIETA'ITALIANE QUOTATE SU AIM**

Anche se è un clone del modello di LSE, che opera con successo dal 1995, la recente storia di AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale non ha fin ora riportato lo stesso successo della controparte del Regno Unito, anche se è comunque apprezzabile un trend di crescita. Infatti al cinque gennaio 2015 il numero di società quotate era pari 57(+47%), in aumento rispetto alle 27 quotate su AIM alla fine del 2013 (Fig. 3.4.1).

Analizzando le caratteristiche delle IPO imprese, è ricavarne alcune informazioni:

- *Fatturato 2014: Euro 3,4 miliardi (+23% rispetto al 2013)*
- *EBITDA medio 2014 in crescita del +9% rispetto al 2013*
- *+12% la crescita media dei posti di lavoro rispetto al 2013*
- *Capitalizzazione di mercato pari a Euro 2,9 miliardi*
- *80 gli Investitori Istituzionali nel capitale (60% italiani, 40% esteri)*

Il prezzo medio di una IPO è stimato intorno 5,50 euro. Il valore standard di IPO è di circa 30 milioni di Euro, valore che mette in evidenza come il processo è molto redditizio (almeno nella fase di ammissione).



**Figura 3.3.2**

**Soggetti coinvolti nel processo AIM. Differenze tra il sistema italiano e Inglese.**

*Fonte: London Stock Exchange, 2015*

Name	Ticker B.I.	Share Price	N° of Shares for IPO	IPO Value (million €)	% Floating	Mkt Cap (million €)	Admission Date	First Day Trading	Sector of Activity	Nomad	Specialist
Ambro Mobiliare	AMB	6,60	223.485	14,70	10,05%	16,53	21/12/2011	23/12/2011	Corporate Finance / Investment Banking	Integrae Sim Spa	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Arc Real Estate	YARC	1,00	822.223	NA	NA	7,42	11/07/2013	15/07/2013	Business Information	Integrae Sim Spa	Methorios Capital S.p.A
Compagnia Della Ruota	CDR	1,00	3.514.615	3,50	51,53%	5,57	26/07/2012	30/07/2012	Corporate Finance / Advisory	Unipol Merchant S.p.A	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Digital Magics	DM	7,50	608.400	25,60	17,85%	25,57	29/07/2013	31/07/2013	Venture Incubator	Integrae Sim Spa	Integrae Sim Spa
Enertronica	ENT	2,60	335.441	8,70	10,06%	7,97	13/03/2013	15/03/2013	Energy	Envent S.P.A	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Fintel Energia Group	FTL	2,30	2.417.100	52,90	10,50%	71,17	19/03/2010	23/03/2010	Energy	Intermonie Sim S.P.A	Intermonie Sim S.P.A
First Capital	FIC	1,03	13.644.794	23,80	58,95%	13,30	20/12/2010	22/12/2010	Private Investments / Public Equity (PIPE)	Unipol Merchant SpA	Banca Imi Spa
Frendy Energy	FDE	1,05	2.600.000	17,70	15,38%	60,88	20/06/2012	22/06/2012	Energy	Integrae Sim Spa	Integrae Sim Spa
Hi Real (Unione Alberghi Italiani)	H	1,00	3.000.000	7,60	39,68%	1,32	17/01/2011	19/01/2011	Investing Company (Hotel Sector)	Unipol Merchant SpA	Ugl Merchant
Ikf	KF	1,00	8.000.000	8,20	98,16%	8,58	06/05/2009	08/05/2009	Investing Company (SME dedicated)	Unipol Merchant SpA	Banca Finnat S.P.A
Industrial Stars Of Italy	ISI	10,00	5.005.000	50,10	100,00%	49,40	18/07/2013	22/07/2013	Investment Company	Ubi Banca S.C.p.A	Ubi Banca S.C.p.A
Italia Independent	IIG	26,00	525.000	57,50	23,76%	64,61	26/06/2013	28/06/2013	Fashion / Design	Equita SIM S.p.A	Equita SIM S.p.A
Mc-Link	MCK	7,65	360.000	24,80	11,12%	19,06	20/02/2013	22/02/2013	Web Innovation	Integrae Sim Spa	Integrae Sim Spa
Methorios Capital	MTH	1,40	5.610.687	70,60	11,13%	76,89	12/07/2010	14/07/2010	Finance Advisor (SME dedicated)	Baldi&Partners	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Mondo Tv France	MTF	0,11	26.424.828	12,00	25,00%	6,72	21/03/2013	25/03/2013	Telecommunication	Banca Finnat S.P.A	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Neurosoft	NRST	7,60	1.000.000	45,60	16,67%	14,44	06/05/2009	08/05/2009	Software for sports betting	Integrae Sim Spa	Mediobanca S.P.A
Pms	PMSG	6,40	226.582	13,90	10,44%	2,53	12/03/2010	16/03/2010	Corporate and Finance Communication	Unipol Merchant SpA	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Poligrafici Printing	POPR	1,03	4.826.471	33,20	15,00%	9,52	12/03/2010	16/03/2010	Publishing	Unipol Merchant SpA	Banca Finnat Euramerica SpA
Primi Sui Motori	PRM	22,00	159.866	24,80	14,17%	24,62	24/07/2012	26/07/2012	Web marketing	Integrae Sim Spa	Integrae Sim Spa
Rosetti Marino	YRM	1,00	4.000.000	4,00	NA	142,28	NA	06/12/2012	Oil & Gas	Banca IMI S.p.A	Banca IMI S.p.A
Sacom	SAM	9,70	1.546.852	41,40	36,25%	33,02	22/04/2013	24/04/2013	Green Biotechnologie	EnVent S.p.a.	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Sesa (Made in Italy 1)	SES	10,00	5.000.000	50,00	100,00%	129,91	23/06/2011	27/06/2011	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Centrobanca S.p.A	Centrobanca S.P.A
Soft Strategy	YSF	NA	NA	NA	NA	7,36	08/01/2013	10/01/2013	Business Consulting	Integrae Sim Spa	Integrae Sim Spa
Softec	YSFT	NA	NA	7,47	NA	7,47	NA	NA	Technology / Media Consulting	EnVent S.p.a.	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Tbs Group	TBS	2,50	2.500.000	91,60	6,83%	31,68	21/12/2009	23/12/2009	Clinical Engineering	MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A	Intermonie Sim S.P.A
Vita Societa Editoriale	VITA	0,94	2.700.000	8,20	31,03%	1,69	20/10/2010	22/10/2010	Fund Raising (profit & no-profit)	Unipol Merchant SpA	Banca Finnat Euramerica S.P.A
Vrway Communication	VRW	NA	NA	38,98	NA	38,98	NA	NA	Media Company - Web Imagine	Intermonie Sim S.p.A	Intermonie Sim S.p.A
<b>Average</b>	<b>NA</b>	<b>5,48</b>	<b>3,960,473</b>	<b>29,47</b>	<b>30,71%</b>	<b>32,54</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>

Comapnies formerly listed on MAC  
Comapnies formerly listed on AIM Italy

**Figura 3.4.1:**  
**Società quotate su AIM Italia.**  
*Fonte : Borsa Italiana , Gennaio 2015.*

In generale una società italiana quotata all'AIM decide di vendere il 30% delle azioni, tenendo il controllo con il 70%. Per quanto riguarda la dimensione normale di una società AIM questa può essere stimata, in media, intorno a 30 milioni di euro di capitalizzazione di mercato, appena sotto la soglia minima per l'accesso al mercato principale. Nonostante queste considerazioni generali, questa valutazione presenta alcuni limiti a causa della variabilità dei valori

dell'analisi. Considerando il prezzo di emissione, ad esempio, ci sono molte aziende con un valore nominale di 1 euro e altre con un valore nominale superiore a 20 Euro. Proseguendo con esempi simili ci sono aziende con una capitalizzazione di mercato di solo 1 milione di euro e altre con una capitalizzazione superiore 120 milioni di euro. Infine, considerando la percentuale di azioni offerte al pubblico con la IPO, nella maggior parte dei casi essa è compresa tra 10 e 30 per cento, mentre solo in due casi è inaspettatamente del 100 per cento (*Industrial Stars of Italy e Sesa*).

In questi due ultimi casi le aziende che hanno deciso di vendere l'intero importo di azioni sono state sostenute da banche, mentre la maggior parte delle altre società quotate di solito si rivolge a soggetti la cui attività è dedicata principalmente a servizi di Corporate Finance. Questo è funzionale ad evidenziare come la scelta del team di consulenti sia importante, in quanto influenza la formulazione della proposta di acquisto e il successo della IPO. Un elenco completo dei soggetti italiani che possono ricoprire il ruolo di Nomad è fornito dalla tabella 3.4.1.

AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale manca di un tema dominante in termini di settore di attività (*Bossi, 2013*), essendo caratterizzato da una frammentato set-up (Figura 3.4.2). In totale 15 settori rappresentati, di cui l'area più grande è sui servizi finanziari (anche se in questa zona è stata inclusa una vasta gamma di servizi: dal Corporate Finance per la raccolta di fondi e anche Private Equity, Investment Banking, ecc).

AIM Regno Unito, al contrario, è in gran parte popolato da imprese che operano nel settore minerario, Oli & Gas e Settori dei servizi finanziari, diventando un punto di riferimento per questo tipo di imprese e attirando altri simili.

**ITALIAN AUTHORIZED NOMAD**

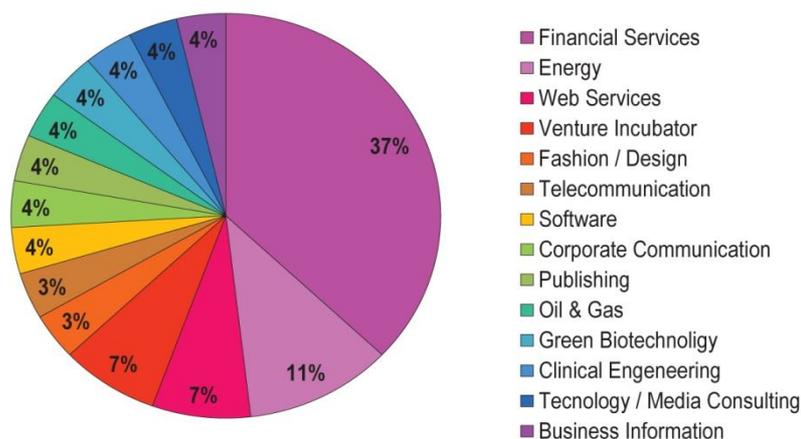
1	Baldi & Partners S.r.l.	Milan
2	Banca Akros S.p.A.	Milan
3	Banca Aletti & C. S.p.A.	Milan
4	Banca Finnat Euramerica S.p.A.	Rome
5	Banca IMI S.p.A.	Milan
6	Caretti & Associati S.p.A.	Milan
7	EnVent S.p.A. Independent Financial Advisor	Rome
8	Equita SIM S.p.A.	Milan
9	Execution Noble & Co Ltd	London
10	Integrae SIM S.p.A.	Milan
11	Intermonte SIM S.p.A.	Milan
12	MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.	Florence
13	UBI Banca S.c.p.A.	Milan
14	Unicredit Bank AG, Succursale di Milano	Milan
15	(Unicredit Group)	Milan
16	Unipol Merchant - Banca per le imprese S.p.A.	Bologna

**Tabella 3.4.1**

**Lista completa dei soggetti che presentano i requisiti per ricoprire il ruolo di Nomad autorizzati da Borsa Italiana.**

*Fonte :Borsa Italiana, 2015*

**AIM Italy - Sector of activity**



**Figura 3.4.2:**

**Settori d'attività AIM-Italia.**

*Fonte: Borsa Italiana, 2014*

### **3.5 PROBLEMATICHE CONNESSE ALLA QUOTAZIONE AIM.**

Quando Borsa Italiana Spa e LSE Group decisero di copiare il modello del Regno Unito di AIM, probabilmente si aspettavano di replicare (anche se in piccolo) lo stesso soddisfacente risultato. Ma i dati aggiornati sul numero ancora piccolo di quotazioni mostra come questo mercato stenta a decollare nel contesto italiano.

Le principali ragioni di questo "fallimento" possono essere, in generale, identificate nella peculiarità del sistema italiano che differisce da quella del Regno Unito, in cui l'obiettivo del modello di mercato è stato creato e testato. Scavando in profondità nelle possibili cause del basso rendimento di AIM Italia e della limitata attrazione che esercita per le PMI (*Ferragina et al., 2008*) tre principali serie di fattori possono essere individuate:

- *ragioni culturali e storiche,*
- *costi di quotazione e l'attuale situazione economica,*
- *scarse attrattive sia per gli investitori nazionali che internazionali.*

#### **• Ragioni Storico -Culturali**

La prima riguarda le componenti storico -culturali che in passato hanno dato origine ad una particolare forma di assetto proprietario: ***imprese gestite da famiglie.***

Il capitalismo italiano è in realtà una famiglia poco incline alla crescita esterna e alla condivisione del rischio d'impresa con terzi. Il fenomeno è molto diffuso anche in altri paesi europei, ma il management familiare italiano ha la percentuale maggiore tra le aziende che presentano una gestione interamente composta da membri della famiglia (*Carosio, 4 Maggio 2011*).

La gestione familiare spesso paga il pesante dazio di non avere nel proprio assetto elementi con competenze e conoscenze manageriali adeguate alla copertura di ruoli e/o incarichi dirigenziali a causa di scarse conoscenze in ambito finanziario. Inoltre a peggiorare la situazione, tali aziende raramente decidono di assumere un manager o un amministratore esterno che presenti

adeguate caratteristiche per la copertura del ruolo e per la promozione e lo sviluppo del business.

Appare, quindi, evidente il limite di tale situazione, e questo anche alla luce dei risultati di molti studi che i sostengono l'importanza, come supporto alla corretta attuazione di strategie e processi di insourcing, di elementi quali la composizione e le competenze del consiglio di amministrazione nelle imprese familiari (Calabrò e Di Carlo, 2009). La chiusura verso l'esterno, infatti, comporta per la maggior parte delle aziende italiane il mancato superamento di una certa soglia di sviluppo, non avendo la capacità per andare oltre. In questo contesto, la possibilità di accedere al mercato, come un cammino di crescita e di raccolta fondi rimane un "sconsiderata" opzione, troppo lontano dalla realtà quotidiana (Caccavaio et al., 2009).

#### **• I costi della quotazione e della situazione economica**

La seconda serie di fattori concerne costi diretti e indiretti, correlati alla quotazione e conseguenti alla situazione economica dell'Italia in questi ultimi anni.

I costi diretti sono oneri legati al processo di ammissione sul mercato: tasse di ammissione richieste da Borsa Italiana Spa, costi relativi alla preparazione dei documenti e costi necessari al rispetto delle complicate regole imposte dalla normativa italiana (Carosio, 4 Maggio 2011). In particolare per ciò che concerne l'ammissione minima, le richieste di AIM Italia sono leggermente superiori a quelle richieste dell' AIM UK (e di altri "colleghi" europei). Le ragioni di questa disparità sono dovute alla minore attrattiva che AIM Italia esercita, con una conseguente scarsa quotazione e, pertanto, mancata possibilità di generare economie di scala (Geranio e Lazzari, 2011).

Tuttavia, anche se vi è una differenza in termini di costo, questo divario non è così elevato da giustificare di per sé il bassissimo numero di quotazioni.

Tra i costi indiretti che sembrano incidere maggiormente sulla decisione di quotazione per le imprese italiane sono quelli legati alla *trasparenza*.

Per le società quotate, infatti, è richiesta una vasta gamma di informazioni, dettagliate, affidabili e comparabili. Ciò comporta una grande quantità di lavoro in termini di riclassificazione dei bilanci passati e nella produzione della documentazione per gli investitori. Appare, dunque, evidente come tali obblighi possano essere molto onerosi per le piccole imprese o per le società in fase iniziale di crescita (*Carosio, 4 Maggio 2011*).

Non da ultimo è necessario sottolineare anche la circostanza che le prestazioni di AIM Italia hanno risentito della difficile situazione economica mondiale e dello scarso rendimento dell'economia italiana (*Caccavaio et al., 2009*). In Italia, infatti, negli ultimi cinque anni c'è stata profonda riduzione del PIL, si è verificata la chiusura di migliaia di imprese, la diminuzione di posti di lavoro e l'aumento della pressione fiscale sui cittadini e sulle imprese. E questi elementi non costituiscono di certo le condizioni ideali per il lancio di nuovi mercati dedicati alle PMI.

**• Bassa attrattiva per gli investitori nazionali ed esteri**

La terza serie di elementi che limita la crescita dei mercati italiani è il basso livello di attrattività di aziende italiane per gli investitori stranieri. La quotazione rappresenta un vantaggio in termini di aumento di denaro soprattutto per quelle aziende che offrono un elevato potenziale di rendimento e bassi rischi. Ma confrontando le aziende italiane (in particolare di medie e grandi dimensioni) con altre società europee, quelle nostrane mostrano una redditività media inferiore con una maggiore presenza di debiti e oneri finanziari (*Carosio, 4 Maggio 2011*). Queste caratteristiche della struttura finanziaria rendono le imprese italiane meno attraenti.

Non meno importante è anche il fatto che il mercato italiano ad un osservatore estero appare ancora associato con il generale concetto di poca trasparenza e di corruzione, con conseguente limitazione del flusso di capitali stranieri verso l'Italia.

Purtroppo però tale problema non è solo legato agli investitori stranieri, non riscuotendo gli investimenti in società quotate AIM successo nemmeno tra gli investitori istituzionali nazionali e i rivenditori.

A tale critica situazione si aggiunge poi un'altra questione, derivante dall'impostazione legislativa data al sistema finanziario italiano, che è al limite del paradosso.

Infatti, pur essendo stato il mercato AIM creato principalmente per investitori professionali (*come fondi, hedge, private banking, ecc*), molti di questi soggetti per statuto non possono effettuare operazioni concernenti titoli di mercati alternativi (*Tognoli, 2013*). In questa condizione, anche in caso ci fosse un grande numero di società quotate dal lato dell'offerta, non ci sarebbe una risposta altrettanto grande dal lato della domanda, rallentando in tal modo inevitabilmente la quotazione di potenziali nuove imprese a causa della difficoltà di collocazione.

È chiaro che per ovviare a questo problema la forza di volontà di Imprese italiane e di Borsa Italiana Spa non sono sufficienti. E 'necessario un profondo intervento legislativo per riformare il sistema finanziario Italiano, rendendolo più flessibile, competitivo e conforme agli standard internazionali.

Anche sul lato dei venditori la domanda di titoli azionari AIM è molto bassa perché gli scambi avvengono principalmente attraverso gli investitori istituzionali che in Italia rappresentano solo il 24% di tutti gli investimenti (*in confronto al 57% del Regno Unito - Banca d'Italia, 2011*).

In Italia sono solo 9 i fondi dedicati agli investimenti in piccole e medie imprese rispetto ai 57 presenti nel Regno Unito (*Montanino, 2011*).

La grande maggioranza dei risparmiatori italiani non ha capacità adeguate per diversificare gli investimenti e raramente si rivolge agli intermediari.

Per tutte queste ragioni la competizione delle forme tradizionali di investimento, come le obbligazioni nazionali, è ancora molto elevata perché presenta un profilo a basso rischio e un rendimento piuttosto elevato, perfettamente adeguato alle esigenze della media dei risparmiatori italiani.

L'ultima osservazione può essere fatta in merito alla mancanza di Private Equity e Venture Capital, il cui ruolo potrebbe essere importante per la crescita e l'espansione delle nuove imprese. Questi soggetti, che sono tradizionalmente i principali investitori in start-up e nelle società quotate su AIM, si sono presentati in Italia con molto ritardo rispetto al resto dell'Europa e sono ancora scarsamente attivi rispetto al Regno Unito (*EVCA, 2011*). La mancanza di investitori esterni ha contribuito alla creazione di un sistema economico basato principalmente e sostanzialmente sul credito bancario, consegnando così l'enorme potere alle banche di costituire (e in molti casi lo sono tuttora) l'unica fonte di finanziamento per molte imprese italiane.

Per capire meglio le cause delle poche quotazioni su AIM Italia possono essere utili i risultati di un interessante sondaggio condotto nel dicembre 2011 (*Caccavaio et al., 2009*). Questa indagine è stata condotta su un campione di 10 aziende italiane quotate su AIM e di 10 investitori istituzionali italiani. Ad essi veniva chiesto di compilare un questionario costituito da quattro parti: i costi e i vantaggi della quotazione pubblica, la responsabilità della scarsa quotazione delle PMI in mercati azionari italiani e gli interventi per incoraggiare la quotazione di piccole e medie imprese.

Nonostante il numero del campione analizzato sia molto esiguo, dalle risposte è possibile creare un quadro affidabile della situazione attuale, che viene riportato nei paragrafi successivi .

### **3.5.1 I COSTI DELLA QUOTAZIONE PUBBLICA**

Dai risultati della Figura 3.5.1, relativa ai costi della quotazione sul pubblico, si può notare come le piccole e medie imprese siano scoraggiate alla quotazione sul mercato a causa della scarsa liquidità degli investimenti nel mercato stesso.

La conseguenza per le imprese, che avessero intenzione di quotarsi, è la difficoltà a raggiungere il posizionamento.

Altri ostacoli alla quotazione (*risultati rispettivamente al II e III posto nel sondaggio*) sia per le imprese sia per gli investitori istituzionali, è la tempistica della quotazione e il tempo che i manager impiegano per il processo di quotazione.

Altro elemento desunto dal sondaggio è relativo ai prezzi d'ingresso e altri costi monetari, che hanno un'incidenza maggiore per le imprese rispetto agli investitori istituzionali.

In merito si ritiene opportuno sottolineare che questo dato probabilmente è un semplice pregiudizio, dato che lo studio è stato condotto presso aziende che avevano già deciso o di quotarsi.

Inoltre importanza, per le imprese e per gli investitori, per le conseguenti ripercussioni sulla quotazione sembra avere sia il potenziale rallentamento delle procedure decisionali sia la perdita della privacy.

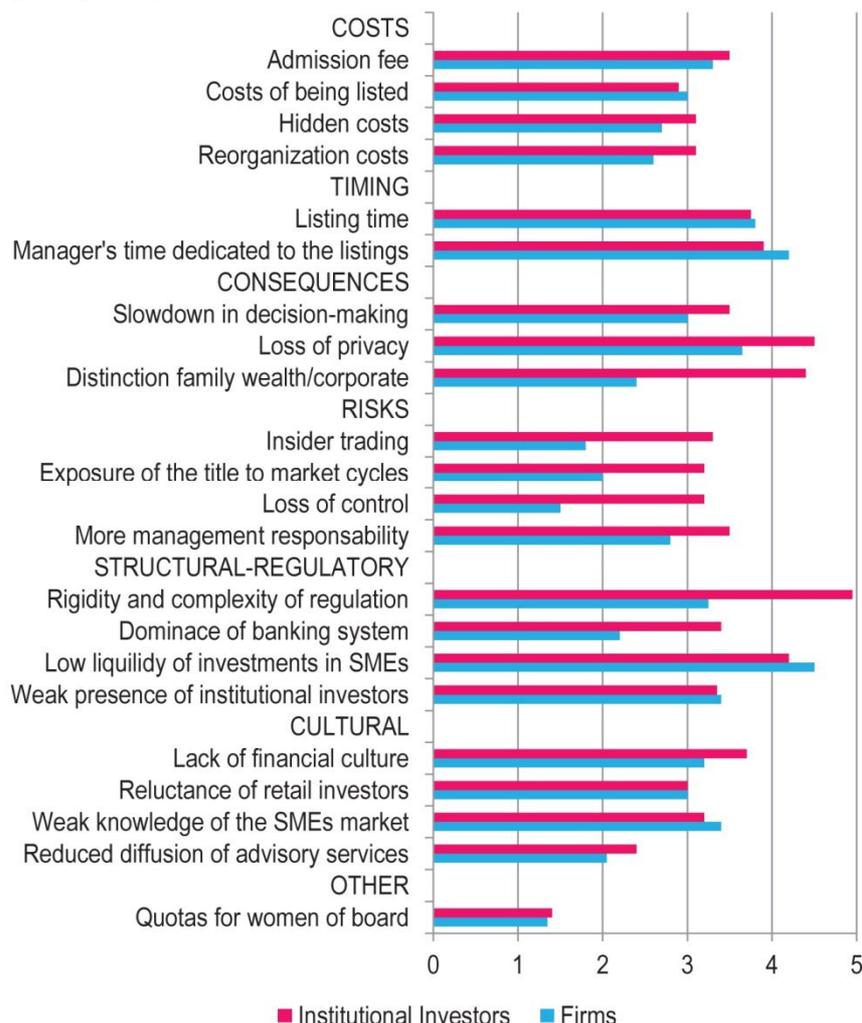
Sorprendentemente la potenziale perdita di controllo non sembra essere una delle principali preoccupazioni per le aziende.

Come era prevedibile la posizione dominante del sistema bancario è vista come un ostacolo rilevante alla quotazione più dagli investitori che dalle imprese, mentre il limitato ruolo degli investitori istituzionali è considerato come una notevole debolezza strutturale sia dalle aziende sia dagli operatori del mercato.

Infine tra gli ostacoli culturali le imprese e gli investitori concordano sull'importanza della mancanza di cultura finanziaria da parte delle imprese, sulla scarsa conoscenza del mercato delle PMI e sulla riluttanza degli investitori risparmiatori (*Caccavaio et al., 2009*).

## The costs of going public

(Survey 2011)



**Figura 3.5.1:**

### I costi della quotazione pubblica .

I risultati di un sondaggio effettuato per analizzare e indagare i principali costi della quotazione pubblica, sia da parte di imprese che da parte di investitori istituzionali. Il questionario è stato inviato a 10 società italiane quotate su AIM e di 10 Investitori Istituzionali a cui è stato chiesto di classificare i costi su una scala da 1 ( non rilevante ) a 5 ( molto rilevante ) .

*Fonte : PMI e la sfida di andare pubblico . prove da una recente indagine – Centro Arcelli per gli studi monetari e finanziari , Dipartimento di Economia e Finanze, Roma , dicembre 2011.*

### 3.5.2 I VANTAGGI DELLA PUBBLICA QUOTAZIONE

La figura 3.5.2 mostra le risposte di imprese e di investitori sui vantaggi della quotazione pubblica. Come previsto, il grande vantaggio della quotazione è l'accesso ad un supplemento di fondi, considerando le imprese la quotazione

come uno strumento utile per aumentare il loro potere contrattuale con le banche e per ottenere una migliore condizione di prestito. Infatti, come evidenziato da *Raghuram Rajan (1992)*, accedere al mercato azionario assicura un minor costo del credito e un grande potenziale di fornitura di finanziamenti esterni.

Vantaggi strategici della quotazione pubblica includono anche immagine aziendale e visibilità internazionale. Di fatto gli investitori, sia esteri sia nazionali, possono interpretare la quotazione su un mercato regolamentato come un segnale di qualità.

Le procedure di segnalazione e informazione, obbligatorie per le società quotate, forniscono vantaggi operativi, anche se costose ingenerano implicitamente nelle aziende un più efficiente processo di gestione.

Infine I benefici della quotazione per gli azionisti (*monetizzazione, la ricapitalizzazione, la successione*) e manager (*retribuzioni, visibilità, networking*) sono stati considerati rilevanti sia da parte degli investitori sia da parte delle imprese.

### **3.5.3 LA RESPONSABILITÀ DELLA SCARSA QUOTAZIONE DI PMI NEL SISTEMA ITALIANO DEI MERCATI AZIONARI**

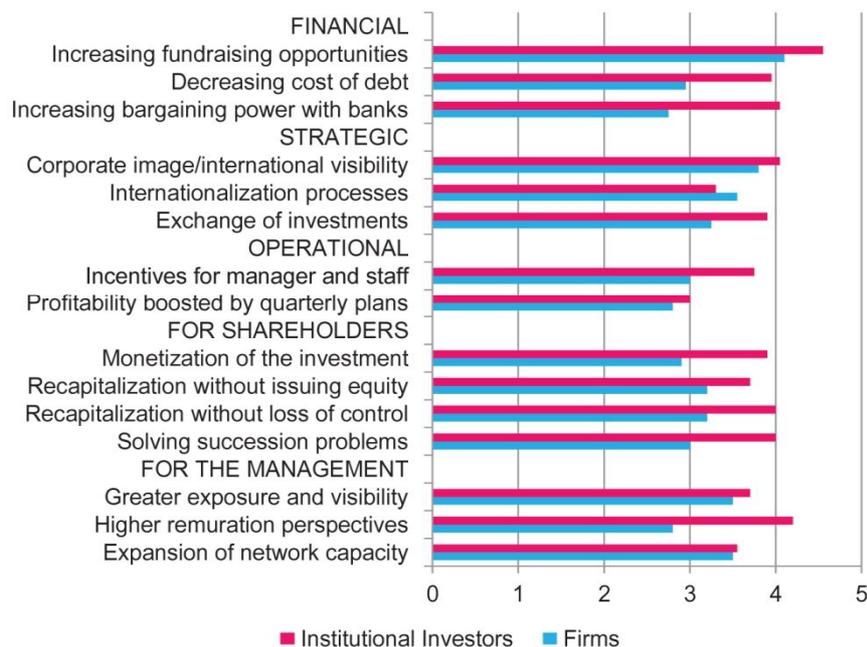
Infine la figura 3.5.3 rende testimonianza sulla situazione attuale dei mercati italiani dedicati alle PMI. Nello specifico agli intervistati è stato chiesto di individuare chi è “responsabile” per le scarse quotazioni nel sistema italiano della Borsa valori.

Il basso numero di società quotate è una razionale risposta all'attuale quadro economico e normativo. Però, mentre questo orientamento sembra essere confermato dalle risposte degli investitori istituzionali (*che sottolineano le responsabilità del quadro regolamentare quadro, insieme a quelle di Consob e Borsa Italiana*), è meno sostenuto da parte delle imprese.

Gli investitori sostengono anche che le aziende stesse sono responsabili soprattutto a causa della loro scarsa cultura finanziaria.

## The benefits of going public

(Survey 2011)



**Figura 3.5.2:**

### I benefici della quotazione sui pubblici mercati.

Questi sono i risultati di un sondaggio effettuato per indagare i principali vantaggi della quotazione pubblica, sono state intervistate 10 imprese quotate su mercati AIM e Investitori Istituzionali Italiani; che è stato chiesto di classificarli in una scala da 1 (non rilevante) a 5 (molto rilevante).

*Fonte: PMI e la sfida della quotazione Pubblica. Prove da una recente indagine - Centro Arcelli per gli studi monetari e finanziari, Dipartimento di Economia e Finanze, Roma, dicembre 2011.*

## The scarce SMEs listing in Italian stock exchanges:

### Who is responsible?

(Survey 2011)



**Figura 3.5.3:**

### La responsabilità della scarsa quotazione sul mercato delle PMI italiano.

*Fonte: PMI e la sfida della quotazione Pubblica. Prove da Una recente indagine - Centro Arcelli per gli studi monetari e finanziari, Dipartimento di Economia e Finanze, Roma, dicembre 2011.*

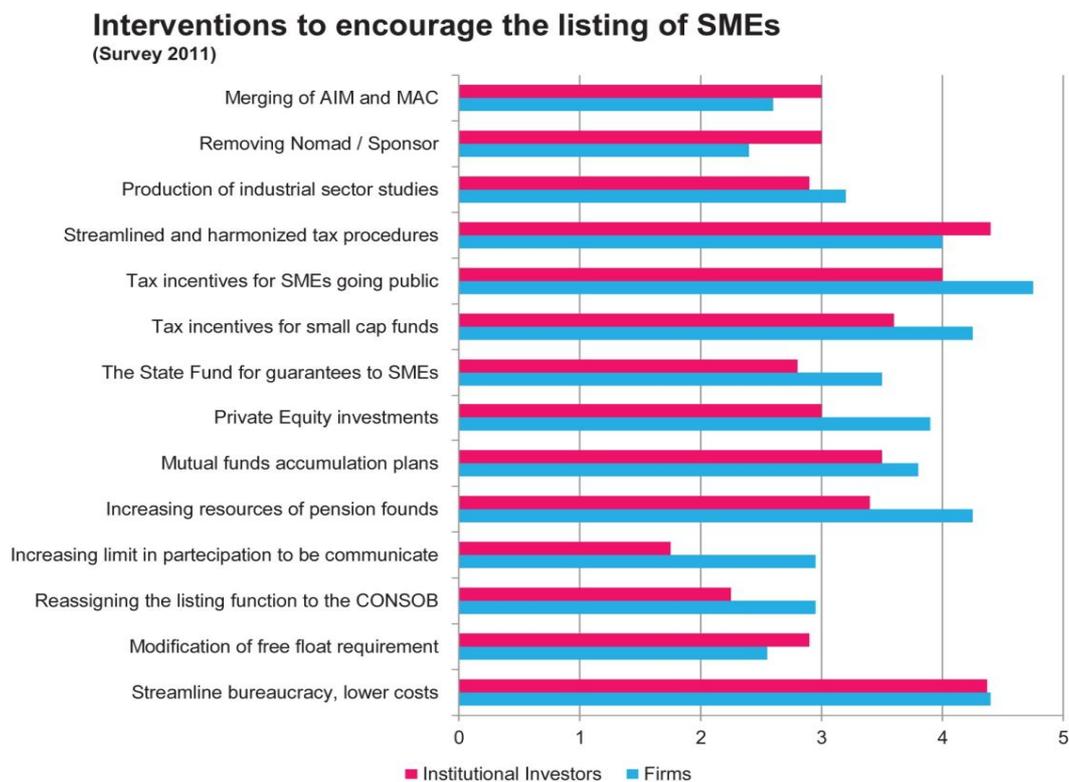
### **3.6 SVILUPPI FUTURI**

La parte finale del sondaggio citato (*Caccavaio et al., 2009*) aveva lo scopo di indagare quali interventi politici potevano essere intrapresi al fine di supportare la quotazione di piccole e medie imprese in Italia. I risultati delle società e degli investitori istituzionali intervistati sono illustrati nella Figura 3.6.1.

Le soluzioni privilegiate dagli intervistati sono rappresentate da politiche capaci di garantire la stabilità nella regolamentazione e la capitalizzazione delle piccole e medie imprese. Gli incentivi fiscali per le PMI quotate si suppongono essere molto efficaci per entrambe le categorie intervistate. In particolare l'introduzione di tagli fiscali per chi investe in società quotate all'AIM è considerato un'opzione valida. La questione degli incentivi fiscali è largamente dibattuta anche per quanto riguarda l'AIM del Regno Unito AIM (*Thorton, 2010*). Un esempio in tal senso è l'introduzione di un regime fiscale favorevole in materia di plusvalenze in quanto riesce a mitigare la "carenza di capitale" subita da parte delle PMI a causa di asimmetrie informative, costi di transazione e illiquidità. Si ritiene, dunque, che gli incentivi fiscali possano mitigare queste lacune, sostenendo le piccole e medie imprese, migliorando gli incentivi alla quotazione sul mercato secondario, riducendo il costo del capitale e favorendo in conseguenza la raccolta di fondi e gli investimenti in private equity.

Per quanto riguarda questo aspetto nell'agosto 2013 il Governo del Regno Unito ha rimosso una restrizione impopolare sul risparmio individuale e ora per la prima volta gli investitori possono scegliere scorte e azioni di società quotate in mercati minori (*come AIM UK*). Questa possibilità è particolarmente apprezzata anche a causa dei vantaggi fiscali competenti consistenti in esenzioni fiscali di utili. Questa circostanza ha contribuito ad aumentare la distanza tra il AIM UK e l'AIM Italia, alimentando ancora di più la popolarità e la liquidità del mercato di Londra. Tornando al sondaggio, una riorganizzazione complessiva dei costi normativi e burocratici è altamente auspicabile per entrambe le categorie intervistate. Infine è importante sottolineare che all'epoca del sondaggio MAC e

AIM Italia erano ancora due entità separate. La loro fusione, pure se sostenuta, non è stata vista dalle imprese come un intervento chiave.



**Figura 3.6.1:**

**Interventi per incoraggiare la quotazione di piccole e medie imprese .**

I risultati del sondaggio effettuato al fine di indagare interventi per favorire la quotazione delle PMI italiane , sia da parte di imprese che degli investitori istituzionali . il questionario è stato inviato a 10 società quotate su AIM Italia e 10 Investitori Istituzionali; a questi è stato chiesto di classificare i possibili interventi su scala da 1 ( non rilevante ) a 5 ( molto rilevante ) .

*Fonte : PMI e la quotazione pubblica. Prove da un Recente indagine - Centro Arcelli per gli studi monetari e finanziari , Dipartimento di Economia e Finanza, Roma , dicembre 2011.*

Contrariamente a quanto si possa immaginare, al fine di sostenere la crescita delle PMI, la loro capitalizzazione e l'accesso al credito, in Italia sono state adottate alcune iniziative di rilievo. Nel giugno 2011, **ABI**<sup>24</sup> e **Borsa Italiana Spa** hanno raggiunto un accordo: **"IPO Bank Facility"**. Tale accordo concerne la concessione di linee di credito ad imprese neo quotate. Le banche aderendo a tale accordo (Tabella 3.6.1), accettano di fornire alle imprese credito a medio - lungo termine destinato a investimenti che promuovono la crescita.

<sup>24</sup> Associazione Bancaria Italiana (ABI)



**Adesioni all'Accordo per la concessione di linee di credito ad imprese neo-quotate (IPO bank facility)**

<b>1</b>	<b>Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.</b> Banca Antonveneta S.p.A. Biverbanca S.p.A.
<b>2</b>	<b>Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.</b> Banca Popolare Friuladria S.p.A. Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
<b>3</b>	<b>Banca Popolare dell'Emilia Romagna</b> Banca della Campania Banca di Sassari Banca Popolare del Mezzogiorno Banca Popolare di Aprilia Banca Popolare di Lanciano e Sulmona Banca Popolare di Ravenna Banco di Sardegna CARISPAQ - Cassa di Risparmio della Provincia dell'Aquila Melliorbanca S.p.A.
<b>4</b>	<b>Centrobanca S.p.A.</b>
<b>5</b>	<b>Intesa Sanpaolo S.p.a.</b> Banca IMI S.p.A. Mediocredito Italiano S.p.A. Banco di Napoli S.p.A. Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A. Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A. Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A. Banca di Credito Sardo S.p.A. Cassa di Risparmio del Friuli Venezia Giulia S.p.A. Banca dell'Adriatico S.p.A. Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A. Banca di Trento e Bolzano S.p.A. Banca CR Firenze S.p.A. Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A. Cassa di Risparmio di Civitavecchia S.p.A. Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A. Cassa di Risparmio di Città di Castello S.p.A. Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A. Cassa di Risparmio di Rieti S.p.A. Cassa di Risparmio di Spoleto S.p.A. Cassa di Risparmio di Terni e Narni S.p.A. Cassa di Risparmio della Provincia di Viterbo S.p.A.
<b>6</b>	<b>Banca Nazionale del Lavoro</b>
<b>7</b>	<b>Banco Popolare</b> Banca Popolare di Verona San Geminiano San Prospero S.p.A. Banca Popolare di Lodi S.p.A. Banca Popolare di Novara S.p.A. Banca Popolare di Crema S.p.A. Banca Popolare di Cremona S.p.A. Cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno S.p.A. Credito Bergamasco S.p.A.
<b>8</b>	<b>Banca Popolare di Milano</b>

Le aziende che ottengono questi prestiti devono mantenere una struttura finanziaria equilibrata al seguito dell'IPO (*ABI e Borsa Italiana 2011*).

In aggiunta a questo, altre iniziative sono state lanciate alla fine del 2011, tra cui il **Programma Elite**, il Fondo Europeo per gli Investimenti – Fondo Italiano per gli Investimenti (FEI-FII) (*Tognoli, 2013*).

- **Elite** è un programma di formazione di tre anni creato dalla collaborazione di Borsa Italiana e del Ministero dell'Economia e delle Finanze , finalizzato alla promozione dello sviluppo organizzativo, della trasparenza e della gestione efficiente delle PMI (*Arlotta et al., 2012*).

**Elite**, insomma, non è un mercato, ma un programma creato per migliorare la crescita delle PMI indipendentemente dalla quotazione.

Criteri di ammissibilità per l'inclusione all'interno del progetto sono: un fatturato minimo di 10 milioni di euro, il risultato operativo superiore del 5% e l'ultimo conto economico in attivo.

Il programma di formazione prevede la redazione del bilancio e l'inclusione del business plan delle imprese, l'informativa finanziaria semestrale, la definizione di un adeguato modello di governance e di revisione dei conti <sup>25</sup>.

Il programma prevedeva un controllo finale ed il rilascio di un certificato di qualità.

Ad agosto 2014 più di 100 aziende facevano parte del programma **Elite**, tra cui alcune note aziende italiane come Giunti Editore, Harmont & Blaine o gruppo Zucchetti.

- **Fondo Europeo per gli Investimenti- Fondo Italiano per gli Investimenti (EIF-FII).**

Il FEI-FII <sup>26</sup> mira a rendere paralleli gli investimenti finalizzati a promuovere la capitalizzazione e la crescita delle PMI nel segmento di fondi per la crescita, con

---

<sup>25</sup> Fonte: Sito web Elite (<http://elite.borsaitaliana.it/>)

<sup>26</sup> Il Fondo Europeo per gli Investimenti fa parte del Gruppo della Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Il Fondo Italiano d' Investimento è un fondo istituito nel marzo 2010 dal Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze , con l'obiettivo di sostenere la crescita delle PMI attraverso investimenti in capitale.

un importo complessivo iniziale di 200 milioni di euro (50% entro il FEI e 50% entro il FII), rinnovabile dopo quattro anni. L'obiettivo del fondo è quello di aumentare le risorse finanziarie disponibili per la crescita di piccole e medie imprese italiane.

Gli interventi descritti a sostegno delle PMI sembrano andare nella giusta direzione, tuttavia ulteriori interventi risultano necessari.

Ricordiamo infatti che nonostante i numeri siano in crescita, AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale non è stato finora un successo.

La mancanza di liquidità dei titoli negoziati e la bassa redditività delle società quotate hanno fatto sì che questo mercato fosse poco attraente per gli investitori, anche alla luce del quadro descritto che scoraggia ulteriormente le PMI alla quotazione su tale mercato.

*Credo nella manicure. Credo nei vestiti eleganti. Credo nel curare l'aspetto anche per il tempo libero e nell'uso del rossetto. Credo nel rosa. Credo che le ragazze felici siano le più carine. Credo che domani sia un altro giorno e... credo nei miracoli.*

*Audrey Hepburn*

## 4

### **Il caso Triboo Media : Analisi di un Successo (Un miracolo tutto italiano )**

*Nella letteratura economico e manageriale il termine innovation economy o knowledge intensive o high-tech industry non si caratterizza per una definizione univoca. È difficile , infatti, identificare e delimitare il confine tra high and low-tech knowledge a causa dell'articolazione che l'innovazione assume nelle diverse realtà imprenditoriali<sup>27</sup>, nei differenti settori economici nelle interazioni tra gli stessi.*

#### **4.1 IL SETTORE HI-TECH IN ITALIA**

Nel contesto attuale caratterizzato da una profonda crisi mondiale, con il tracollo delle borse dovuto all'incertezza del mercato cinese, il settore hi-tech è l'unico ad oggi che mostra segnali di crescita. Il mercato dell'hi-tech in Italia è

---

<sup>27</sup> Andersson et al., 2012; Triguero e Córcoles, 2013

caratterizzato da tante piccole e medie imprese che con le loro eccellenze rappresentano la risposta tutta Italiana al mercato statunitense.

Il settore IT nel nostro Paese rappresenta l'elemento trainante della nostra economia.

I dati statistici<sup>28</sup> mostrano che al momento nel settore sono presenti circa 97000 imprese di cui 25000 hanno la forma giuridica di società di capitali.

Le imprese IT sono tutte in attivo ed hanno un fatturato quasi tutte superiore a 10 milioni di euro.

Il mercato hi-tech italiano è caratterizzato dalla presenza di imprese familiari riconducibili a un imprenditore di riferimento, che spesso operano in un segmento di nicchia con modelli di business differenziati.

Molte delle imprese del settore per combattere la crisi stanno puntando su una maggiore patrimonializzazione e pertanto la maggior parte di esse si sta quotando o si quoterà in borsa per raccogliere capitali necessari a finanziare la crescita del settore.

Il segmento AIM Italia rappresenta la parte del mercato azionario in cui le imprese del hi-tech decidono di quotarsi in quanto è una parte del mercato di facile accesso, flessibile e allo stesso tempo in grado di tutelare gli investitori.

L'idea delle imprese hi-tech di quotarsi nasce dalla necessità di raccogliere i capitali da utilizzare per confermare e replicare gli ottimi risultati del settore.

In Europa sono state identificate 37 Scaler, cioè Start Up in grado di raccogliere oltre 100 milioni di dollari dai canali di Fundraising, compresa ovviamente la **IPO** su mercati quotati. Di queste circa il 50% (19 Start Up) risiede nel Regno Unito, segue la Germania con 9 Scaler, la Francia con 6 e la Spagna con 3. In Italia non ne è stata individuata nessuna. La maggior parte delle Start Up, che guidano lo Scale-up dell'ecosistema europeo, operano nell'ambito delle soluzioni software (18%) e dell'e-commerce (14% ed 8 delle 32 Scaler di cui parlavamo) seguite da Enterprise Services, Mobile e Advertising (circa il 10% per ciascuna categoria).

---

<sup>28</sup> [www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)

Nel campo dell'ICT nel 2014 sono avvenute soltanto due Ipo di società Italiane, quella di Triboo Media e quella di MailUp.

Una Start Up non può quotarsi su una piattaforma multilaterale di negoziazione. Tra le procedure che caratterizzano la preparazione all'IPO, e che studieremo nel dettaglio per il caso specifico dell'analisi della quotazione di Triboo Media, c'è anche il passaggio ad una forma societaria compatibile con la quotazione in borsa.

Con l'approvazione dell'Investment Compact, il 24 Marzo 2015, è nata una nuova categoria di impresa, la PMI innovativa, che , oltre a mantenere le stesse agevolazioni tipiche della Startup, può anche quotarsi in Borsa .

Dal primo marzo 2012 le PMI italiane possono accedere ai capitali di rischio tramite la quotazione nel mercato AIM-MAC, facendo riferimento all'indice FTSE AIM ITALIA.

Il mercato è stato promosso dal London Stock Exchange Group, di cui la Borsa Italiana fa parte, per permettere alle piccole e medie imprese italiane di raggiungere l'IPO in tempi molto più rapidi rispetto al mercato principale: dalla scelta del Nomad e dall'avvio della Due Diligence alla definizione del prezzo finale passano circa quattro mesi.

Questo mercato offre inoltre alle imprese di piccole dimensioni la possibilità di accedere ad una platea di investitori focalizzati sulle Small Caps.

## **4.2 IL CASO TRIBOO MEDIA**

Il Gruppo **Triboo Media** è una delle più importanti società italiane indipendenti, che da più un anno è quotato nel segmento AIM, ed ha raccolto attraverso un IPO circa 24 mil di euro. Esso svolge attività di **advertising ed editoria online** tramite le sue controllate Leonardo ADV S.r.l. e HTML s.r.l.

Grazie ad un modello di business che garantisce l'interazione tra le tecnologie in possesso ed i propri contenuti editoriali, il Gruppo arriva ad offrire ai propri clienti un prodotto competitivo, innovativo, che permette lo sfruttamento di tutti i

canali di comunicazione digitali e non, garantendo nel contempo un'adeguata massimizzazione degli investimenti.

Nel mese di giugno 2014 la Triboo Media ha acquistato il **Gruppo HTML** a cui fa capo lo sviluppo e la gestione editoriale del gruppo nonché l'attività di sviluppo tecnico per il Web ed il mobile. Quest'ultimo è una realtà italiana, attivo principalmente nel settore dell'editoria on-line attraverso 10 siti tematici di proprietà che propongono contenuti editoriali originali ed eterogenei.

L'attività di concessionaria pubblicitaria on-line viene svolta dalla controllata **TAG Advertising**.

La Triboo Media S.p.A. costituisce un lampante esempio di **Startup** che, al termine di un percorso di crescita, di sviluppo delle tecnologie di cui è proprietaria e di ampliamento dell'offerta, ha modificato la propria denominazione sociale e intrapreso il percorso della quotazione nel Mercato Finanziario.

La storia di Triboo Media è strettamente legata alla figura del suo fondatore **Alberto Zilli** ed ha inizio nel 2000. L'ambientazione è Zoppola, un piccolo paesino di diecimila abitanti in provincia di Pordenone, nel Friuli.

Alberto Zilli, all'epoca quattordicenne, era uno studente dell'istituto tecnico di Pordenone con la passione per il web. A quei tempi il web ancora non si era configurato come mezzo di comunicazione di massa, tuttavia cominciarono a fiorire le prime piattaforme informative che, anno dopo anno, guadagnavano sempre di più l'attenzione di un pubblico in rapida crescita. In questo clima Alberto Zilli fonda, ancora minorenne, il sito *Azpoint.net*, che pubblicava recensioni informatiche, guide e trucchi per l'utilizzo del computer.

L'ispirazione di Alberto Zilli partì dalla constatazione che la crescita continua del panorama dell'offerta rendeva sempre più difficile per i siti di piccole e medie dimensioni distinguersi e pubblicizzarsi (*siamo ancora lontani dall'era di Google Adwords e di Analytics*). Per questo decise di creare un network per mettere in comunicazione questi siti e per poter raggiungere in tal modo una massa critica

tale da rendere appetibili le loro proposte pubblicitarie. Grazie all'aiuto dei due fratelli maggiori di Alberto, entrambi futuri ingegneri informatici, nel 2003 il network si dota di un server capace di tracciare i clic e studiare i flussi di interesse attirati da ciascuno dei siti affiliati. L'attività prosegue e si evolve attraverso la partita IVA del maggiore dei fratelli Zilli e tramite il continuo potenziamento degli strumenti e l'accrescimento del network.

Nel 2008 il fatturato supera il milione di euro grazie ad un modello di business snello e scalabile basato sull'erogazione di servizi a performance, in cui il cliente paga in base ai risultati ottenuti dalla campagna in modalità "revenue-per-click".

Tuttavia Alberto si rende conto che la fetta più grande dei ricavi legati all'attività pubblicitaria sono connessi alle campagne di **brand**, con le quali si punta ad affermare un marchio. Tali attività venivano svolte dai centri media, ai quali le aziende si rivolgevano per l'acquisto di spazi pubblicitari. Per attaccare quella fetta del mercato era necessario disporre di una struttura commerciale rilevante, per questo occorreva ricorrere ad un partner.

Nell'occasione di un incontro a Dusseldorf, Alberto conosce **Giulio Corno**, imprenditore leader nell'e-commerce con il **sito dvd.it**. e con alle spalle un percorso da top manager. I due fanno società insieme e nasce la **Juice Adv**, che passa da uno a tre milioni di fatturato. In quello stesso periodo i server e le piattaforme migliorano con l'implementazione di algoritmi sempre più evoluti in coerenza con gli sviluppi del web.

Nel 2012 il Gruppo viene rinominato **Triboo Media**, mentre il fatturato continua la sua crescita, forte del conferimento nello stesso anno nella società del portale Leonardo.

Oggi **Triboo Media** coniuga pubblicità ed editoria digitale. Il portale **Leonardo** conta su oltre duecento siti per seguire i propri clienti nei progetti di campagne su misura. Alcuni di questi sono aggregati con accordi di concessione pubblicitaria esclusiva, mentre altri sono di proprietà.

Sul server della pubblicità a performance i siti partecipanti sono più di 2000.

Nel Novembre 2013 *Leonardo.it* ha raggiunto a 10,5 milioni di utenti unici, con 232,3 milioni di pagine visitate.

Dal punto di vista tecnologico dal 2015 Triboo Media beneficia di una piattaforma proprietaria di Audience Buying, chiamata **Adtec**. Tale piattaforma opera sulla raccolta e sull'analisi di dati socio demografici, dati comportamentali e dati di intento di acquisto, raccolti grazie alle property del gruppo e alle partnership strette con i primari attori del settore. I dati vengono catalogati in forma anonima sull'adserver proprietario e sulla piattaforma di Audience Buying e permettono a Triboo Media di offrire ai clienti una pianificazione e un acquisto ottimizzati sul proprio network, che conta 14,248 milioni di utenti unici mensili .

Le informazioni strutturate vengono raccolte mediante due vie:

- *l'analisi dei dati di navigazione sul network Triboo Media*
- *le sinergie con alcune tra le migliori Data Management Platform presenti sul mercato europeo, come nugg.ad e Krux.*

La piattaforma Adtec permette l'ottimizzazione della pianificazione delle campagne su target di audience specifiche, massimizzando l'efficacia degli investimenti e permettendo di colpire solo gli utenti maggiormente in linea con il prodotto promosso. Oltre a questo Triboo Media è in grado di monitorare in tempo reale le campagne tramite l'acquisto degli spazi in Real Time Bidding e tramite le partnership dirette attraverso Adform. In questo modo ha la possibilità di rimodulare, quando necessario, la strategia di comunicazione.

Tra i clienti che già utilizzano la nuova piattaforma ci sono società importanti come **Telecom Italia, Aruba e Triboo Digitale**.

Il modello di business di Triboo Media garantisce una interazione tra contenuti editoriali e algoritmi informatici e sfrutta i canali di comunicazione digitali, garantendo un'adeguata massimizzazione degli investimenti.

L'acquisizione mirata di aziende innovative al fine di diversificare l'offerta editoriale e di rafforzare il posizionamento competitivo nel settore dell'editoria - publishing è sempre stata una delle strategie principali di Triboo Media.

Il motivo della quotazione in Borsa è stato fortemente legato a questo aspetto, e non sono tardate importanti acquisizioni, quali quella di **HTML.it** e di **Mediaprime** in primis.

Ad oggi Triboo Media svolge il ruolo di holding di partecipazioni in qualità di capogruppo e controlla moltissime società che contribuiscono a completare la sua offerta coprendo ambiti eterogenei, quali l'automotive (**Motori.it**), la finanza (**PMLit e Wall Street Italia**), la tecnologia (**HTML.it**), i responsabili d'acquisto (**Agrodolce, DireDonna, Greenstyle**), le community giovanili (**StudentVille.it**) e moltissimi altri.

La principale società controllata è **Leonardo ADV**, che svolge l'attività di advertising online, gestendo in esclusiva gli spazi pubblicitari sulle property dei singoli editori in concessione (*siti web, m-site e app*) e permettendo la messa in atto delle campagne pubblicitarie pianificate dai centri Media per conto degli Advertiser stessi e la gestione di campagne di Direct E-mail Marketing, Performance, Eventi, Concorsi, Advergame, Social Media Marketing, Guerrilla Marketing, Storysharing e Native Advertising.

Il gruppo HTML è stato acquisito nel Giugno 2014, a soli tre mesi dalla quotazione in Borsa di Triboo Media. Ad HTML fa capo lo sviluppo e la gestione editoriale della holding, nonché le attività di sviluppo tecnico per il Web ed il mobile.

Questo gruppo è una realtà italiana, attivo principalmente nel settore dell'editoria on-line attraverso dieci siti tematici di proprietà che propongono contenuti editoriali originali ed eterogenei. L'attività di concessionaria pubblicitaria on-line viene svolta dalla controllata **TAG Advertising**. Nell'ambito della propria strategia di crescita, HTML ha acquisito partecipazioni nel capitale di società editoriali quali **Nomix.it, Filmup, MeteoLive.it e Motormag**.

Nel Settembre 2014 Triboo Media ha acquisito il 51% delle partecipazioni in **Mediaprime**, società che vanta come asset la community **Facebook Roba da Donne**, che è seguita da oltre un milione di utenti al mese e vanta più di un milioni di follower sulla sua fanpage, con oltre che sei milioni di pagine visualizzate.

Tale acquisizione è stata dettata proprio dalla decisione di rafforzamento di Triboo Media sul target femminile.

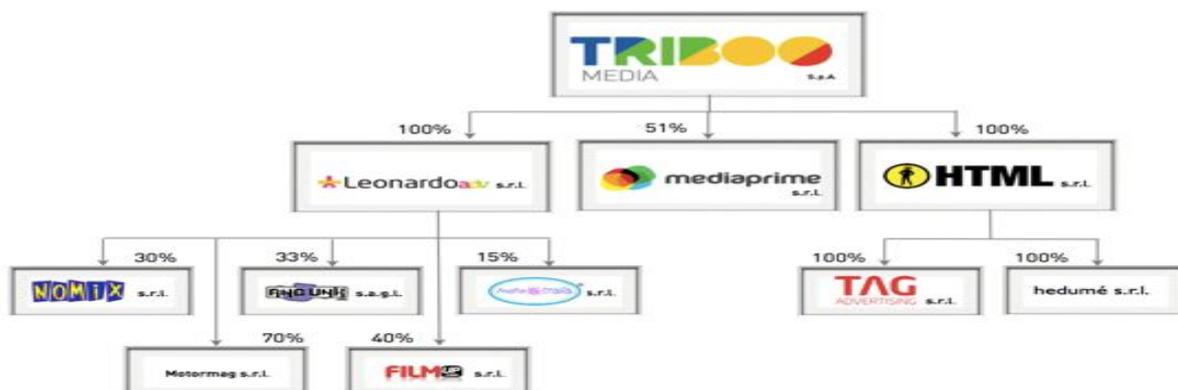


Figura 4.1

#### Composizione Gruppo Triboo Media

La Triboo Media S.p.A ha sede in viale Sarca 336, a Milano. Il **presidente** della società è **Giulio Corno**, che è anche il principale azionista della società.

**Alberto Zilli**, socio fondatore di Triboo Media, e ricopre in essa il ruolo di **Amministratore Delegato**, svolgendo inoltre l'incarico di consigliere presso Triboo S.p.A.

Oltre queste due figure principali il CdA di Triboo Media conta anche la presenza del consigliere Enrico Petocchi e di due consiglieri indipendenti, Vittorio Coda, professore Emerito presso l'Università Bocconi, e Cinzia Parolini, professore ordinario presso l'università di Modena e Reggio Emilia. La società incaricata alla revisione del suo ultimo bilancio è la Ria Grant Thornton S.p.A.

Dall'ultimo relazione finanziaria pubblicata e relativa al Dicembre 2014 risulta che il capitale sociale di Triboo Media S.p.A. deliberato è pari a 16.008.000 euro, di cui sottoscritti e versati 15.926.500 euro, suddivisi in altrettante azioni ordinarie dal valore nominale di un euro cadauna.

Le azioni sono nominative, indivisibili ed emesse in regime di dematerializzazione. Gli azionisti principali sono:

- *Triboo S.p.A., titolare di 5.175.000 azioni, pari al 32,49% del capitale sociale;*
- *Digiz Holding S.r.l., titolare di 2.925.000 azioni, pari al 18,37% del capitale sociale;*
- *Massimiliano Valente, titolare di 247.000 azioni, pari al 1,55% del capitale sociale;*
- *Franchesen Enterprise LP, titolare di 593.000 azioni, pari al 3,72% del capitale sociale.*

Le restanti 6.986.500 azioni, pari al 43,87% del capitale sociale, vengono scambiate nel mercato AIM-MAC italiano.

#### **4.3 ANALISI DEL SETTORE DI TRIBOO MEDIA**

La Triboo Media S.p.A. opera, come detto, nell'ambito dell'advertising digitale e dell'editoria online. L'advertising online viene utilizzato da operatori specializzati, come i centri media.

L'attività di editoria online è generalmente esercitata da soggetti diversi:

- *i grandi editori tradizionali, che sfruttano la notorietà delle proprie testate offline per attirare la clientela sulle proprie piattaforme on-line;*
- *i siti internet, che affiancano ai servizi standard forniti i contenuti editoriali;*
- *gli editori "pure digital", che arricchiscono di contenuti editoriali i propri siti web spaziando da contenuti specifici divisi a seconda delle tematiche cui fanno riferimento ad argomenti più generalisti.*

Triboo Media fa parte di questa ultima categoria e sfrutta il suo portale principale, Leonardo.it, come network aggregativo di diversi editori che raccolgono la pubblicità necessaria a monetizzare la loro attività in maniera efficiente.

Il Gruppo effettua principalmente campagne di display advertising, cioè campagne promozionali mirate ad attirare l'attenzione dell'utenza-target sul web tramite annunci pubblicitari sui siti. Questo modello di business è caratterizzato

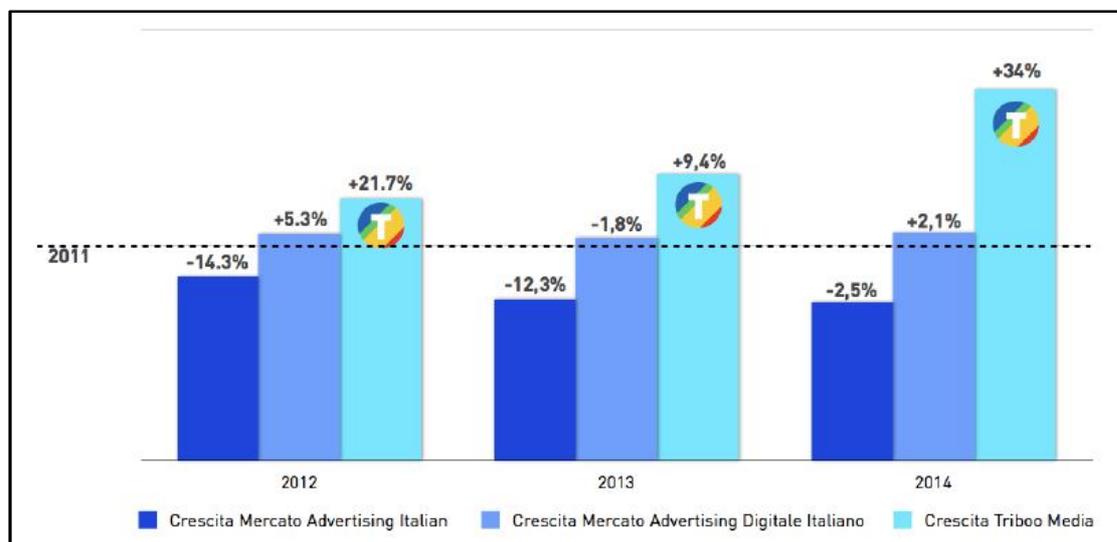
dall'utilizzo di contenuti d'impatto quali immagini, video, loghi, mappe o disegni, in grado di essere notate dall'utente interessato. Nella categoria rientrano anche le campagne di e-mail marketing, che sono molto apprezzate dalle aziende per i costi contenuti e per l'immediatezza di trasmissione dei messaggi. Le campagne di Display Advertising sono ulteriormente divisibili in campagne di brand e di performance. L'advertising è un settore di mercato che non conosce crisi, la rapida evoluzione tecnologica spinge, infatti, gli operatori di questo settore ad aggiornare costantemente la propria offerta. La crisi del settore industriale e il peggioramento delle condizioni macroeconomiche hanno causato una contrazione dei consumi, che si è ripercossa in una riduzione degli investimenti pubblicitari nel nostro paese. Il mercato della pubblicità è infatti storicamente legato all'andamento dei consumi e così come cresce nei momenti di espansione economica, allo stesso modo tende a contrarsi nei periodi di recessione. In Italia la riduzione degli investimenti pubblicitari ha colpito principalmente i canali tradizionali di advertising (quotidiani, periodici, televisione e radio).

In particolare, sebbene la televisione rimanga il mezzo che attira la fetta più grande degli investimenti pubblicitari negli ultimi anni questi sono costantemente diminuiti.

La decrescita è motivata da un importante spostamento dell'audience, passata in primo luogo dalla televisione al personal computer, e più recentemente dal personal computer verso il mobile, circostanza questa che si spiega con l'aumento delle connected devices quali smartphone e tablet. Questo trend è timidamente seguito dai dati sugli investimenti pubblicitari in Internet, che nel 2014 hanno registrato un aumento del 2,1% rispetto all'anno precedente e sono, assieme all'Outdoor, le uniche voci di investimento in crescita.

In generale il 2014 è stato un anno di assestamento, in cui tutte le tipologie di investimenti pubblicitari hanno avuto un andamento molto più stabile rispetto agli anni precedenti, segno questo che la parte peggiore della crisi sia ormai superata.

In un contesto non ancora del tutto roseo giova osservare come il gruppo Triboo ha registrato, nell'ultimo triennio, una crescita costante e superiore rispetto alla crescita media del mercato.(Figura 4.2)



**Figura 4.2:**

**Trend di crescita del gruppo Triboo triennio 2012-2014**

*Fonte: Resoconto Finanziario Triboo Media S.p.A. 2013*

Le previsioni per il futuro sono incoraggianti. Il 2015, infatti, secondo le previsioni degli esperti è stato caratterizzato da un aumento costante di più del 10% per l'investimento pubblicitario digitale italiano, trainato dalla crescita degli investimenti pubblicitari sul canale mobile, per il quale era previsto un tasso di crescita del 30% nello stesso periodo. Uno dei fattori più rilevanti nella determinazione di questo risultato, così importante, è indubbiamente legato all'evento internazionale Expo, che ha generato una grande fetta di investimenti pubblicitari da parte delle imprese.

Le valutazioni effettuate portano a definire per la Triboo Media S.p.A. l'analisi SWOT, schematizzata dalla Figura 4.3, finalizzata ad evidenziare i punti di forza e di debolezza della società, le opportunità e le minacce relative al settore di mercato all'interno del quale il Gruppo opera.

STRENGTHS	WEAKNESSES
<ul style="list-style-type: none"><li>• Offerta editoriale molto diversificata;</li><li>• Rapporti consolidati con i clienti;</li><li>• Detenzione di algoritmi tecnologici proprietari, come la piattaforma Adtec di Audience Buying;</li><li>• Possibilità di fornire un'offerta combinata sia di campagne pubblicitarie a performance che di campagne di brand.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Poca fiducia del mercato verso Triboo Media, testimoniata da un basso prezzo attribuito alle azioni societarie.</li></ul>
OPPORTUNITIES	THREATS
<ul style="list-style-type: none"><li>• Stima crescente del grado di diffusione di internet, a cui è strettamente legato il digital advertising;</li><li>• Rafforzamento del Brand legato alla quotazione;</li><li>• Opportunità derivanti dalle importanti acquisizioni effettuate dall'azienda.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Settore di riferimento altamente concorrenziale;</li><li>• Presenza di solidi operatori internazionali nel settore;</li><li>• Rischi legati al ritorno ai canali pubblicitari tradizionali da parte dell'utenza;</li><li>• Provvedimenti normativi e/o regolamentativi sulle materie fiscali, dell'e-commerce o della privacy (ad esempio vietando la tracciabilità degli utenti tramite cookie);</li><li>• Diffusione di tecnologie Ad-blocker che bloccano gli annunci pubblicitari in rete.</li></ul>

**Figura 4.3:**  
**Analisi SWOT del Settore**

La solidità del settore attrae numerosi concorrenti e pone le società in esso operanti dinanzi a molte minacce. In particolare, oltre alla grande concorrenza, il percorso di Triboo Media può essere minato dal cambiamento delle normative del settore. Il riferimento nello specifico concerne le politiche sui cookie a tutela della privacy degli utenti web, l'affermazione di applicativi ad-blocker che ostacolano l'inserimento di annunci pubblicitari in rete ed eventuali inversioni di tendenza delle imprese nella scelta dei canali di advertising su cui investire. Tuttavia questa ultima dinamica sembra essere, almeno nell'attuale momento storico, esclusa dalle analisi degli esperti del settore.

#### **4.4 ANALISI SITUAZIONE ECONOMICA DI TRIBOO MEDIA TRIENNIO 2011-2013**

A completare lo studio segue l'analisi storica dei dati di bilancio del gruppo, nella quale viene mostrata la situazione economico-finanziaria di **Triboo Media** nei tre anni precedenti all'IPO nel mercato non regolamentato AIM Italia - MAC.

I dati sono rilevati dai bilanci pubblicati dalla Triboo Media a partire dal 2011.

In merito si segnala che fino al 2012 la società aveva la denominazione sociale di Società a Responsabilità Limitata e si chiamava *JuiceAdv S.r.l.*

Nel 2013, con la prospettiva della futura quotazione in borsa, la società ha cambiato la propria denominazione sociale ed è diventata Triboo Media S.p.A.

L'analisi è fatta utilizzando i prospetti storici di bilancio redatti ai sensi del principio contabile internazionale IAS 1, che impone a società, come la nostra, appartenenti ad un gruppo di redigere un bilancio consolidato.

Il bilancio consolidato può essere predisposto sia per sintesi aggregata dei principali indicatori economici sia in maniera analitica.

In questa prima tabella mostriamo la situazione economica della società nel triennio 2011-2013, in seguito commenteremo la variazione di ogni voce del Conto Economico riportato.

**Tabella 4.4.1**  
**Situazione Economica Società Triennio 2011 -2013**

<b>Conto Economico</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Ricavi	15.902,00	19.347,00	21.119,00
EBITDA	2.975,00	2.627,00	3.621,00
Ammortamenti	128,00	415,00	448,00
EBIT	2.847,00	2.212,00	3.173,00
<b>Risultato Gestione Atipica</b>	-60,00	-176,00	337,00
Risultato Ante Imposte	2.787,00	2.036,00	3.510,00
Imposte	931,00	814,00	1.007,00
<b>Risultato Netto Consolidato</b>	<b>1.856,00</b>	<b>1.222,00</b>	<b>2.503,00</b>
			<i>in mila €</i>

- **Ricavi**

Nel triennio antecedente la quotazione si assiste ad una crescita del 33% del fatturato, segnale che l'impresa riesce a mantenere e consolidare la sua posizione sul mercato nonostante la crisi.

- **EBITDA**

Nel 2011-2012 c'è stato un aumento del fatturato ma anche un incremento dei costi operativi. Dal 2012 in poi si assiste ad un miglioramento dell'Ebitda, legato ad un aumento dei ricavi. Sebbene i costi risultano essere ancora aumentati anche nell'anno 2013, l'impresa ha utilizzato meglio i mezzi a propria disposizione.

- **Ammortamenti**

La crescita della quota di ammortamento nel triennio fa presagire un aumento degli investimenti in immobilizzazioni nel corso del triennio in osservazione.

Tale incremento può essere legato, ad esempio, all'acquisizione di brevetti per preservare le innovazioni tecnologiche sviluppate dalla società nell'ambito del potenziamento delle tecniche di advertising. L'aumento delle immobilizzazioni, a cui consegue l'aumento della quota di ammortamento a conto economico, ci verrà confermato dalla visione dello Stato Patrimoniale.

- **EBIT**

Per quanto riguarda il risultato della gestione caratteristica dal 2011 al 2012 si registra una decrescita, collegata ai grandi investimenti effettuati nel 2012.

Infatti i maggiori costi sostenuti, nonostante la crescita del fatturato, hanno impattato in maniera negativa sull'Ebit.

Né consegue che la diminuzione dell'Ebit (*di circa il 28%*) non è derivata da inefficienza gestionale ma dagli investimenti effettuati dall'impresa per sostenere la crescita. La società, infatti, è riuscita a tenere la propria quota di mercato, nonostante i maggiori costi, per l'aumento dei ricavi.

La situazione, per una più efficiente gestione dei costi, è migliorata nel 2013, anno in cui l'Ebit è aumentato a dispetto dell'anno precedente del 30%, riprendendo il gap dell'anno precedente e superando anche i valori del 2011.

- **Risultato della gestione atipica**

La differenza tra l'Ebit e il risultato ante imposte è la gestione atipica, ovvero la gestione extra caratteristica. Tale gestione ha avuto un impatto negativo nel 2011-2012, quando l'impatto degli oneri finanziari è stato superiore a quello dei proventi finanziari. Tali oneri finanziari sono da addebitare, come anticipato in precedenza, all'attività di investimento effettuata da Triboo Media che ha aumentato l'esposizione debitoria della società, situazione riscontrabile nello Stato Patrimoniale.

- **Risultato ante imposte, Imposte, Risultato netto consolidato**

Questo risultato rispetta l'analisi fatta in precedenza, e relativa al biennio 2011-2012, da cui è emerso che la decrescita non era dovuta ad un crollo del fatturato ma ad un aumento dei costi operativi a seguito degli investimenti effettuati nell'anno precedente. La situazione, come ovvio, ha portato ad minor utile nel 2012 rispetto all'anno precedente e di conseguenza minori imposte.

Dal 2012-2013 c'è stata una forte crescita del risultato ante imposte, chiaramente riproporzionando il pagamento delle imposte (*aliquota circa il 28% in coerenza con la tassazione italiana*).

#### **4.5 ANALISI SITUAZIONE PATRIMONIALE TRIBOO MEDIA TRIENNIO 2011-2013**

La tabella, che segue, mostra la situazione patrimoniale della società nel triennio 2011-2013. Lo Stato Patrimoniale riporta le attività nette correnti e non correnti scritte al netto delle passività (*rispettivamente correnti e non correnti*). Seguono i commenti alle variazioni delle principali voci dello Stato Patrimoniale.

**Tabella 4.5.1:  
Stato Patrimoniale Società Triennio 2011 -2013**

Dati Patrimoniali	2011	2012	2013
CCN Operativo	2.327,00	3.643,00	3.223,00
Attività materiali e immateriali	2.676,00	2.972,00	11.269,00
Avviamenti e partecipazioni	-	-	1.926,00
Altre attività/passività nette correnti	-728,00	120,00	-996,00
Altre attività/passività nette non correnti	-218,00	27,00	358,00
<b>Capitale impiegato</b>	<b>4.057,00</b>	<b>6.762,00</b>	<b>15.780,00</b>
Posizione finanziaria netta	549,00	3.041,00	-426,00
<b>Patrimonio netto consolidato</b>	<b>3.508,00</b>	<b>3.721,00</b>	<b>16.206,00</b>
			<i>in mila €</i>

- **Attività materiali e immateriali**

La società ha aumentato le proprie attività facendo investimenti. Questo dato risulta in accordo con l'aumento della quota di ammortamento nel Conto Economico.

- **Avviamenti e partecipazioni**

La voce di avviamenti e partecipazioni è nulla fino al 2013. A seguito del passaggio nel 2012 dalla denominazione di S.r.l. a quella di S.p.A. la società ha acquisito nell'anno successivo delle partecipazioni.

- **Capitale impiegato**

Questo dato ci dà l'indicazione sulla misura in cui l'impresa ha aumentato i propri investimenti nel triennio di osservazione. Il capitale impiegato è quasi triplicato tra il 2011 ed il 2013, indicatore della grande propensione all'investimento della Triboo Media. Le voci più influenti sull'aumento del capitale impiegato sono proprio le attività materiali ed immateriali e l'acquisizione di partecipazioni.

- **Posizione finanziaria netta**

L'inasprimento della posizione finanziaria netta tra il 2011 ed il 2012 è sintomo del maggiore indebitamento della società e del conseguente incremento degli interessi passivi con aumento del leverage. L'aumento del leverage non può non impattare sugli oneri finanziari, come è dimostrato dalle prime due colonne del Conto Economico.

Nel 2013 c'è l'inversione di tendenza legata al realizzo di una qualche plusvalenza. La posizione finanziaria netta dal 2012 al 2013 ritorna positiva, motivata probabilmente da qualche disinvestimento operato dalla società.

La società, quindi, ha attinto dalle proprie liquidità per ridurre il proprio indebitamento finanziario, rimborsando i finanziamenti.

#### **4.6 ANALISI ECONOMICA E INDICI DI REDDITIVITA' DI TRIBOO MEDIA TRIENNIO 2011-2013**

Alla luce dei dati desunti dal Conto Economico e dallo Stato Patrimoniale risulta interessante ricavare alcuni degli indicatori economici più importanti, di seguito riportati, che ci consentono di ottenere dati sintetici per connotare l'andamento della società nel triennio precedente alla sua quotazione in Borsa.

- **ROI**

L'indicatore *Return on Investment* risulta diminuire nel corso dei tre anni. Tuttavia il dato non ha una connotazione negativa. Il ROI è un indicatore di breve periodo, migliorabile pertanto compiendo politiche di disinvestimento, che però possono risultare miopi riducendo la redditività dell'impresa nel lungo periodo. La riduzione del ROI non è imputabile in questo caso ad una riduzione dell'EBIT (*fatta eccezione per una sensibile contrazione nel 2012, come già detto imputabile ad un aumento dei costi legati a maggiori investimenti*) ma ad un aumento del capitale impiegato. Gli investimenti effettuati, che in una visione di corto raggio vanno a penalizzare tale indicatore, risultano però un punto di forza prospettico per

l'impresa. Gli asset acquisiti potrebbero, qualora le politiche di investimento siano state oculate, creare un incremento del fatturato nel lungo periodo.

- **ROE**

Il **Return on Equity** è l'indice di redditività del capitale proprio. Anche in questo caso si registra una diminuzione di tale indicatore nel triennio.

Nell'anno 2012 la riduzione del ROE è legata ad una riduzione dell'utile oltre che ad un sensibile aumento del Patrimonio Netto.

Il 2012 non è stato un anno facile per il settore dell'advertising, essendo tale settore del mercato profondamente legato ai consumi, la loro contrazione, dovuta alla particolare contingenza economica, non può che avere avuto un impatto negativo su di esso.

Dal 2013 però sono aumentati i segnali di ripresa. Il decremento dell'indice nell'anno non è più legato ad una riduzione dell'utile, che anzi cresce rispetto all'anno precedente ed anche rispetto al 2011, ma all'aumento del Patrimonio Netto della società.

In sintesi nel triennio antecedente la quotazione si assiste ad una crescita costante del fatturato (**circa del 34%**). E questa è l'indicazione più importante perché implica che **la Triboo Media è riuscita a rimanere sul mercato ed a consolidare il proprio posizionamento nonostante il periodo di crisi economica**. Inoltre in un clima così incerto la società è riuscita anche ad effettuare investimenti, adottando quindi politiche in una prospettiva di sviluppo.

È interessante notare come il valore del "Capitale Circolante" nella tabella che, segue, sia diminuito notevolmente nel 2013. Questo, come testimonia il dato sulla "Posizione finanziaria netta", è legato all'utilizzo della liquidità non solo per effettuare investimenti ma anche per pagare parte dei debiti, migliorando la situazione nel passivo dello Stato Patrimoniale.

**Tabella 4.6.1:  
Situazione Finanziaria Società Triennio 2011 -2013**

Dati Patrimoniali	2011	2012	2013
CCN Operativo	2.327,00	3.643,00	3.223,00
Attività materiali e immateriali	2.676,00	2.972,00	11.269,00
Avviamenti e partecipazioni	-	-	1.926,00
Altre attività/passività nette correnti	-728,00	120,00	-996,00
Altre attività/passività nette non correnti	-218,00	27,00	358,00
<b>Capitale impiegato</b>	<b>4.057,00</b>	<b>6.762,00</b>	<b>15.780,00</b>
Posizione finanziaria netta	549,00	3.041,00	-426,00
<b>Patrimonio netto consolidato</b>	<b>3.508,00</b>	<b>3.721,00</b>	<b>16.206,00</b>
			<i>in mila €</i>

Molto interessante è anche la tabella 4.6.2 , che riporta i principali indicatori economici.

**Tabella 4.6.2:  
Indici di redditività Società Triennio 2011 -2013**

Indicatori economici	2011	2012	2013
ROI	70,18%	32,71%	20,11%
ROE	52,91%	33,81%	25,12%
Posizione finanziaria netta	549,00	3.041,00	-426,00
Turnover del capitale	3,92	2,86	1,34
			<i>in mila €</i>

#### **4.7 ALTRE VOCI DELLO STATO PATRIMONIALE TRIBOO MEDIA TRIENNIO 2011-2013**

Seguono alcune voci specifiche dello Stato Patrimoniale che saranno fondamentali per il calcolo dei principali indicatori finanziari.

- **Costo del denaro e Leva Finanziaria**

Dal calcolo del rapporto tra gli oneri finanziari e l'esposizione debitoria si è ricavato il dato sul costo del denaro che risulta standard nei primi due anni d'osservazione, mentre aumenta notevolmente nel 2013 raggiungendo il 20%. Tale aumento del costo del denaro penalizza anche il valore della Leva Finanziaria che tra il 2011 e il 2013 si riduce dal 65% allo zero. Una riduzione così importante è legata alla congiunzione di due aspetti, la crescita del costo del denaro e la riduzione del ROI legato all'aumento dell'attivo dello Stato Patrimoniale.

- **Indice di disponibilità**

Tale indice può essere considerato un indice di solvibilità nel breve periodo e misura la capacità dell'impresa di assolvere ai propri impegni a breve termine. La sua diminuzione è un indice di un possibile problema di liquidità nella gestione delle scadenze di pagamento dell'anno.

- **Margine di tesoreria e Quick Ratio**

Tali indicatori finanziari sono in realtà due modi diversi per esprimere lo stesso concetto, cioè eventuali problemi di disponibilità liquide. È evidente che, sebbene la Triboo Media non abbia avuto problemi di liquidità, nel 2013 la società ha evidenziato una riduzione delle disponibilità liquide. Nell'ottica delle acquisizioni future si può immaginare che la società abbia necessità di aumentare le proprie disponibilità liquide.

- **Indice di indebitamento a breve periodo**

Nel passaggio dal 2011 al 2012 la Triboo Media aumenta sensibilmente il proprio grado di indebitamento. Tale indebitamento a breve periodo viene dimezzato nell'anno successivo, il 2013, anno in cui la società si è impegnata a coprire la propria esposizione debitoria a spese della propria liquidità.

Dall'analisi della situazione finanziaria si evince come la necessità di ricorrere alla quotazione borsistica derivi da una esigenza di liquidità. Il settore dell'editoria digitale, in cui Triboo Media opera, richiede un continuo arricchimento dell'offerta e questa non può che aver modo mediante le acquisizioni orizzontali.

Nonostante la situazione finanziaria di Triboo Media sia sempre stata in una posizione di equilibrio, la necessità di investimenti sempre maggiori ha rischiato di creare un problema di liquidità per la società, che ha deciso di soddisfare la esigenza di capitali quotandosi nel Mercato finanziario.

Nella tabella i principali indicatori di bilancio storici (A) e previsionali (E) del periodo 2012-2016

mln €	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Conto economico</b>					
Ricavi	19	21	23	25	28
Ebitda	3	4	4	5	6
Ebit	2	3	4	5	5
Utile netto	1	2	3	3	4
<b>Stato patrimoniale</b>					
Posiz. Fin.netta	(3)	0	23	26	28
Patrimonio netto	4	16	39	42	44
<b>Margini %</b>					
Ebitda margin	13.6%	17.1%	19.2%	19.8%	20.4%
Ebit margin	11.4%	15.0%	17.5%	18.1%	18.6%
<b>Tassi di crescita %</b>					
Fatturato	21.7%	9.4%	8.9%	9.6%	9.8%
Utile netto	-33.9%	101.4%	11.6%	16.2%	12.7%

Stime Websim/Intermonte

[www.websim.it](http://www.websim.it)

If there is anything that a man can  
do well, I say let him do.  
Give him a chance.

Abraham Lincoln

# 5

## Conclusioni

L'organizzazione attuale dei mercati azionari è caratterizzata da una **molteplicità di mercati**, che servono differenti aree geografiche del mondo e sono specializzati in diversi tipi di attività.

Anche se l'idea generale di mercato azionario è associata al concetto di borsa nazionale, gestita dallo Stato e dedicata esclusivamente alle grandi imprese (*Rajan e Zingales, 2004*), oggi il sistema finanziario è caratterizzato da una variegata presenza di mercati di successo competitivi, anche regolati privatamente e dedicati alle aziende più piccole (*Romano, 1998*).

I Mercati Alternativi sono stati progettati come controparte dei mercati principali. L'obiettivo della loro creazione è consentire alle aziende di piccole e medie dimensioni di quotarsi e di avere accesso al capitale attraverso una regolamentazione più flessibile, requisiti di ammissione più bassi e costi meno

onerosi (Vismara et al., 2012). Essi costituiscono una grande opportunità di sviluppo per tali imprese, che altrimenti rimarrebbero bloccate al di sotto delle loro potenzialità in termini di patrimonializzazione, dato che non posseggono i requisiti minimi per la quotazione sui principali mercati (Stringham e Chen, 2012).

La storia recente di questi mercati "junior", nati alla fine del 1970, ma diffusosi negli ultimi dieci anni, ha mostrato come questi possono svolgere un ruolo importante per l'economia mondiale.

Essi non solo forniscono liquidità, ma sono anche una fonte di finanziamento a lungo termine ed un incentivo alle aziende per migliorare i risultati, la visibilità ed il profilo internazionale.

Il successo di questi mercati secondari è dimostrato dalla loro diffusione in tutti i cinque continenti e dalla grande capitalizzazione ottenuta (World Federation of Exchanges, 2014).

Durante l'analisi si è evidenziato che esistono diversi esempi di mercati alternativi, diversi principalmente per regolamentazioni e per prestazioni.

Il successo di un mercato dipende da una molteplicità di fattori, di cui il più importante è sicuramente la **situazione economica** in cui esso viene ad operare.

Molti di questi mercati alternativi sono giovani e in continua crescita, ma instabili (World Federation of Exchanges, 2014).

Ciò è vero in modo particolare per l'area orientale, che si caratterizza per avere i mercati più redditizi e con la crescita più rapida (*incremento asiatico complessivo del + 7%*).

Nel dettaglio tra i mercati asiatici i più vivaci sono il Thailandese MAI (+ 74), il ChiNext cinese (+ 18,7%), il malese ACE di mercato (+ 12,1%) e il coreano KOSDAQ (10,1%) (World Federation of Exchanges, 2015).

A causa di queste caratteristiche intrinseche tali mercati sono normalmente associati ad un alto rischio, a cui corrisponde di contro un alto ritorno degli investimenti.

La situazione è diversa per i mercati alternativi Europeo ed Americano, che avendo una storia più vecchia, hanno già superato la loro fase di “boom” e ora sono in forte ridimensionamento (*complessivo rispettivamente -11% e -3%*) (*World Federation of Exchanges, 2014*).

Tra tutti i mercati alternativi mondiali, l'interesse dell'elaborato è incentrato su quello, ritenuto a parere unanime, principale :l' **Alternative Investment Market del London Stock Exchange (AIM UK)**.

L'**AIM UK** rappresenta il più grande successo di mercato di secondo livello (*ancora in crescita: + 3,2%* ), vantando oggi, a vent'anni dalla sua istituzione, più di 3.500 società (*London Stock Exchange, 2015*).

Le ragioni del successo di AIM UK sono riconducibile a tre principali fattori chiave:

- **la regolamentazione flessibile** (*Burgemeestre et al., 2008*),
- **i tempi brevi per il processo di quotazione e i costi contenuti** (*Kinghorn, 2013*)
- **la capacità di attrarre gli investitori** (*Bauer e Boritz, 2013*).

AIM UK è , quindi , un mercato che presenta una regolamentazione più flessibile se paragonata a quella del mercato principale (*Verheij et al., 1998*), ma non per questo trascurabile (*Posner, 2005*).

Condizione fondamentale prevista dall'AIM per l'ammissione è la nomina del **Nomad** , figura, non prevista nel mercato principale, che deve essere coinvolta durante tutto il periodo di quotazione con il ruolo di supporto all'azienda e di garante per lo scambio di azioni (*Rousseau, 2007*).

Lo scopo principale del Nomad è garantire che la società sia adeguata al mercato AIM (*London Stock Exchange, 2007*).

Oltre alla nomina obbligatoria del Nomad e di altri soggetti per la quotazione all'AIM è anche necessario predisporre documenti di ammissione (*London Stock Exchange, 2010*), che consistono in una presentazione molto dettagliata del business aziendale e della sua proposta di investimento. I documenti di ammissione richiedono mesi di duro lavoro, la profonda conoscenza del business

aziendale e la consapevolezza dell'importanza della decisione di effettuare la quotazione (Tognoli, 2013).

Per queste ragioni per la preparazione del documento di ammissione il Nomad è affiancato dal Consiglio di Amministrazione e dai legali della società.

L'onerosità di questa regolamentazione, nomina del Nomad e preparazione del documento di ammissione, viene controbilanciata dalla reale maggiore flessibilità dal lato dei requisiti tecnici. (Seidl et al., 2012).

Gli altri grandi vantaggi di AIM sono :

- la non necessità di una capitalizzazione minima per la quotazione (**£ 700.000 sul mercato principale**);
- la non necessità di una percentuale minima di azioni da vendere sul mercato (**per la quotazione sul mercato principale è richiesto almeno il 25%**);
- la necessità di solo un anno di bilancio soggetto a revisione (**rispetto ai 3 anni sul mercato principale**).

La **quotazione AIM** è definita come un **processo a basso costo di breve durata**, che in condizioni normali richiede non più di 6 mesi (London Stock Exchange, 2010).

Per quanto riguarda quest'ultimo punto è possibile confermare che per la maggior parte delle aziende la quotazione su AIM richiede mediamente un periodo variabile da 4 a 6 mesi a partire dal momento della decisione quotazione fino al giorno di ammissione (Bossi, 2013).

Per quanto riguarda il costo del processo l'opinione generale è che si tratta di un costo vantaggioso (Revest e Sapio, 2011) (in relazione al costo della quotazione sui principali mercati).

Tuttavia il costo che molte aziende devono affrontare durante il processo, risulta essere una spesa oltre le aspettative (Villa, 2013).

I costi di ingresso richiesti da LSE sono, in realtà, a "**buon mercato**" (£ 5.899) (London Stock Exchange, 2013), ma i costi della quotazione non si limitano solo a quelli di ammissione. Esistono infatti altri costi diretti aggiuntivi da considerare,

quali quelli per spese di consulenza (ad esempio Nomad, consulenti, avvocati, PR) e quelli la commissione del Broker (*Arlotta et al., 2012*).

Inoltre è importante considerare anche i costi indiretti della decisione di effettuare la quotazione, quali la perdita del controllo e la perdita della privacy dovuta all'obbligo di comunicare informazioni sensibili (*Kinghorn, 2013*).

In totale un calcolo semplicistico dei costi del **processo di quotazione** sull' AIM del Regno Unito riferiti ad una piccola azienda è pari ai **£ 547.000**, escludendo da tale importo i costi di mantenimento dopo il primo anno di trading.

Alla luce di queste valutazioni decisione di quotarsi deve essere attentamente pesata e la gestione deve essere consapevole di ciò che comporta tutta l'operazione.

Il fattore chiave del successo di AIM UK , in base all'opinione degli esperti del settore, è legato all'alta redditività del mercato, alla sua forte credibilità ed integrità internazionale (*Mendoza, 2007*), superiore a quella di altri concorrenti quali la Deutsche Borse di Francoforte, ed alla reale possibilità di raccogliervi fondi (*Kinghorn, 2013*).

La principali ragioni della sua popolarità derivano dal suo collocamento a Londra, uno dei più importanti centri finanziari del mondo (*Blass e Yafeh, 2001*), e dalla presenza nella città dei più apprezzati analisti finanziari del mondo (*Pagano et al., 2002*).

L'opinione generale dell'affidabilità del mercato di secondo livello londinese ha innescato un circuito virtuoso che induce l'afflusso massiccio di capitali provenienti principalmente da investitori stranieri, i quali creano un sistema con una forte liquidità e dinamicità.

Ne consegue la possibilità per tutti, anche per aziende di medie dimensioni, con un profilo di rischio elevato, di trovare una risposta rapida tra gli investitori (*Martin e Young, 2009*).

Dopo aver analizzato a fondo le caratteristiche AIM UK ed i fattori del suo successo, l'attenzione si è spostata sull' **AIM Italia – Mercato Alternativo del**

**Capitale**, un clone del modello britannico, nato di recente, nel 2008, dalla fusione di Borsa Italiana e London Stock Exchange.

Anche se l'AIM in Gran Bretagna raggiunge adeguati livelli di efficienza e funzionamento, l'esempio di AIM Italia dimostra come l'impianto di un modello di successo in un altro ordinamento non sia condizione necessaria e sufficiente a garantire la stessa buona riuscita in quadro diverso.

AIM UK e AIM Italia, infatti, pur rappresentando diverse versioni dello stesso mercato, pur condividendo lo stesso insieme di regole, le stesse modalità di funzionamento, gli stessi requisiti di ammissione e lo stesso proprietario danno luogo a risultati molto dissimili (*Ferragina et al., 2008*).

Se AIM UK può essere considerato il mercato alternativo di maggior successo di tutto il mondo, la sua versione italiana costituisce al contrario uno dei peggiori in termini di prestazioni (*Bauer e Boritz, 2013*).

Il numero di quotazioni su AIM Italia, anche se in aumento del 47% rispetto alla fine del 2013 (57 imprese quotate a gennaio 2015, rispetto alle 27 che si avevano alla fine del 2013), è ancora in fase di crescita, crescita che si sta dimostrando più lenta del previsto (*Borsa Italiana, 2015*).

I motivi principali di una così profonda differenza possono essere ricercati in alcuni elementi chiave che influenzano il mercato italiano riconducibili a :

- ***ragioni storico-culturali,***
- ***costi di quotazione e situazione economica,***
- ***scarsa attrattiva per gli investitori nazionali e stranieri.***

Il “***capitalismo familiare italiano*** “ è storicamente e culturalmente poco incline alla crescita esterna attraverso la cessione di azioni dell'impresa a terzi (*Fazzi, 1982; Passeri e Mazzi, 2009b*).

La gestione familiare può comportare, poi, limitazioni importanti, quali la mancanza di una classe manageriale con conoscenze e competenze necessarie alla gestione finanziaria dell'impresa, doti al contrario possedute da manager e dirigenti esterni (*Caccavaio et al., 2009*), adeguatamente formati.

La chiusura in se stesse delle imprese ha bloccato di fatto il loro sviluppo (*Calabrò e Di Carlo, 2009*). In questo complicato contesto la possibilità di accedere al mercato come cammino di crescita e raccolta di fondi resta un'opzione che scarsamente viene considerata in quanto implicherebbe cambiamenti di controllo e di governance, che sono difficili da accettare nelle imprese ad azionariato concentrato dove spesso si verifica il cosiddetto " *attaccamento alla poltrona*".

Anche se è stato dimostrato che i requisiti di quotazione richiesti da **AIM Italia** sono leggermente superiori rispetto a quelli richiesti dal **AIM UK**, il divario non è tale da giustificare un così più basso numero di quotazioni sul mercato italiano (*Geranio e Lazzari, 2011*).

Infatti, l'ostacolo più grande per gli imprenditori italiani, e in particolare per le piccole imprese, sembrano essere i costi indiretti legati alle esigenze di trasparenza, alla riclassificazione dei bilanci passati e alla produzione della documentazione per gli investitori (*Carosio, 4 Maggio 2011*).

Appare inoltre necessario sottolineare, per amor del vero, che le prestazioni di AIM Italia hanno gravemente risentito della difficile situazione economica mondiale e dello scarso rendimento del mercato italiano, condizioni queste non ideali per il lancio di un nuovo mercato dedicato alle piccole-medie imprese.

La causa più importante e più delicata del basso livello di attrattività del Mercato Italiano per gli investitori stranieri è da associare ai bassi livelli di trasparenza ed alla corruzione, che sembrano contraddistinguere per gli operatori esteri il Sistema Italia e che scoraggia in conseguenza l'arrivo di flussi di capitali verso il nostro Paese (*Tognoli, 2013*).

Gli investimenti su AIM Italia, del resto, non sono molto diffusi neppure tra gli investitori e rivenditori istituzionali nazionali.

E questo non solo per quanto detto in precedenza, ma anche per la situazione paradossale in cui vive AIM Italia. Infatti sebbene il mercato sia stato creato principalmente per investitori professionali (*come i fondi, hedge fund ecc*) ci sono

molti di questi soggetti che per statuto non possono negoziare in titoli di mercati alternativi (Montanino, 2011).

In questa condizione , anche in presenza di un maggior numero di società quotate dal lato dell'offerta, non ci sarebbe una risposta altrettanto grande dal lato della domanda.

In un Paese ancora gestito dalle banche (Carosio, 4 Maggio 2011), che nella maggior parte dei casi sono l'unica fonte di finanziamento per le imprese ed in cui i risparmiatori sono maggiormente attratti dai Bond nazionali che da investimenti privati, è chiaro che l'Italia AIM avrà difficoltà a decollare.

Per superare questi problemi la volontà e gli sforzi delle imprese italiane e di Borsa Italiana non sono sufficienti essendo necessario un profondo intervento legislativo. Appare in tutta la sua evidenza l'esigenza di riformare il sistema finanziario italiano, rendendolo più flessibile, competitivo e conforme agli standard internazionali.

In linea generale , a conclusione delle ricerche e delle analisi condotte in questo lavoro, è possibile affermare che mercati di investimento alternativi svolgono un ruolo fondamentale nel supportare e stimolare le piccole e medie imprese nel loro difficile percorso di crescita.

La loro presenza in tutte le aree del modo rappresenta una grande opportunità di sviluppo per molte aziende, garantendo una maggiore disponibilità di liquidità e di finanziamenti a lungo termine e fornendo, e questo non meno di rilievo, alle imprese lo stimolo per il loro potenziamento che si concretizza attraverso l'accrescimento del profilo internazionale e l'individuazione di adeguati consulenti finanziari.

La situazione dei mercati alternativi è eterogenea, e anche i modelli di pari grado forniscono prestazioni diverse.

Il caso emblematico è quello di AIM UK e del suo clone AIM Italia, di cui si è detto in precedenza, per i quali lo stesso regolamento non è sufficiente a garantire alle società le stesse condizioni di crescita ed agli investitori gli stessi guadagni.

Dall'analisi di questo mercato sono emersi alcuni indirizzi per una quotazione di successo. Il primo fattore chiave è la necessità per le compagnie di una gestione pienamente consapevole del business aziendale e delle decisioni che riguardano la quotazione. Secondo punto focale è la corretta scelta del gruppo dei consulenti e in particolare modo l'individuazione del Nomad e del Broker.

Solo con una totale collaborazione tra i soggetti coinvolti nella gestione, Nomad, Broker, Consiglio d'Amministrazione e Consulenti Legali sarà possibile il raggiungimento di risultati positivi.

In ogni caso non bisogna perdere di vista l'obiettivo: sono il momento economico e la liquidità del mercato che definirà il successo finale dell'operazione.

Le opportunità offerte dai mercati AIM sono alte, ma la governance deve decidere se la società sia adatta per un passo così cruciale e quale sia il mercato in cui quotarsi, altrimenti i rischi prevarranno e la sfida fallirà.

Lo studio ha riguardato anche il caso Triboo Media, esempio di un'impresa italiana, quotata da poco su AIM Italia con eccellenti risultati ed in grado di raddoppiare nel giro di un anno il proprio fatturato.

Purtroppo Triboo Media rappresenta per il sistema economico italiano il classico fiore nel deserto, un sistema che si caratterizza per la presenza di poche realtà di punta, spesso anche in settori strategici, che emergono dalla mediocrità più totale o addirittura dal nulla in un Paese che necessita di interventi strutturali e legislativi atti a garantire adeguate e reali condizioni di competitività.

## **Bibliografia**

- *ABI e Borsa Italiana. Imprese: accordo ABI - Borsa Italiana, 1 miliardo per sostenere le Ipo. Milano, 23 Giugno, 2011.*
- *A Guide to AIM, 2015. Practical Manual. London Stock Exchange*
- *C. Arlotta, F. Bertolotti, A. Boccia, E. Negozio, C. Pesaro, and G. Venturini. Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane. Franco Angeli, 2012.*
- *Banca d'Italia. Relazione Annuale 2010, Roma, 2011.*
- *T. Bauer and J. E. Boritz. Report on the UK's Alternative Investment Market, Working Paper, School of Accountancy, University of Waterloo, 2013.*
- *D. Begg, S. Fisher, and R. Dornbush. Economia. McGraw-Hill, 2001.*
- *A. Blass and Y. Yafeh. Vagabonds shoes longing to stray: Why foreign firms list in the United States. Journal of Banking and Finance, 2001.*
- *J. Board, A. Vila, and S. Wells. Liquidity in Second Tier Equity Markets: Evidence from London's Alternative Investment Market AIM, 1998.*
- *Borsa Italiana. Database , Official website, 2013.*
- *A. Bossi. Interview - Nomad's role in the AIM UK. Registered UK Nomad at Westhouse Securities, London, June 2013.*
- *Brainspark. Brainspark Plc - Admission Document to trading on the Alternative Investment Market, 23 March 2000.*
- *T. Bulford. The penny sleuth: Is this share underprice of 73 MoneyWeek, 30 April 2013.*
- *B. Burgemeestre, J. Hulstijn, and T. Yao-Hua. Rules-based versus principlebased regulatory compliance. Amsterdam, Proceeding of Jurix, IOS Press, 37-46, 2008.*
- *M. Caccavaio, J. Carmassi, G. Di Giorgio, e M. Spallone. SMEs and the challenge to go public. Evidences from a recent survey - Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies, Department of Economics and Finance, Roma, 2009.*
- *A. Calabrò and E. Di Carlo. The role of IPO in Internationalization Process of Family Business. The Italian Case of the Burani Family. Is it a Black Swan? Mc-Graw Hill, 7-13, 2009.*
- *G. Carosio. Indagine Conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari. Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Giovanni Carosio. Camera dei Deputati, 4 Maggio 2011.*
- *H. Choe, R. W. Masulis, and V. K. Nanda. Common stock offerings across the business cycle: The Theory and Evidence. Journal of Empirical Finance, June 1993.*

- *D'Amato and C. Cacia. La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà. Il caso del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) di Borsa Italiana Spa. Rivista di Piccola Impresa - Small Business, 2008.*
- *R. Dodd and S. Griffith-Jones. Brazil's derivatives markets: Hedging, central bank intervention and regulation, 2007.*
- *EVCA. European Private Equity and Venture Capital Association, PanEuropean Private Equity and Venture Capital Activity - Yearbook 2011, 2011.*
- *R. Fazzi. Il governo d'impresa. Giuffrè, Milano, 1982.*
- *F. Ferragina, M. Mancaruso, and L. Palmas. AIM Italia e quotazione delle PMI. Contabilità Finanza e Controllo, 2008.*
- *M. Geranio and V. Lazzari. Going Public and Listing Fees around the world, chapter Trends in the European securities Industries. Emittenti Titoli, Egea, Milano, 5th edition, 2011.*
- *F. Kinghorn. Interview - AIM experience: Analysis of pros ad cons of a such important decision. Executive at Alexander David Securities Group Ltd, London, June 2013.*
- *J. S. Levin. Structuring venture capital, private equity, and entrepreneurial transactions. Chicago, Wolters Kluwer Law & Business, 2013.*
- *S.G. Litvintsev. At what do Venture capitalists AIM?, 2009.*
- *Withers Worldwide LLP. AIM - The market for international companies, Practical Manual, London, October 2011.*
- *London Stock Exchange. A guide to AIM. Practical Manual, 2010.*
- *London Stock Exchange. AIM Statistics - Public Information, 2013*
- *London Stock Exchange. AIM Statistics - Public Information, 2014*
- *London Stock Exchange. AIM Statistics - Public Information, 2015*
- *London Stock Exchange. AIM Rules for Nominated Advisers - February 2007. AIM Regulation, 2007. London Stock Exchange.*
- *AIM Rules for companies - February 2010. AIM Regulation, 2010.*
- *London Stock Exchange. Fees for Companies and Nominated Advisers - Practical Manual, April 2012.*
- *LondonSouthEast. LSE abandons Tokyo AIM. Public Notice, 2007.*
- *Mallin and K. Ow-Yong. Corporate governance in small companies: The Alternative Investment Market. Blackwell Business, 1998.*
- *J. Martin and M. Young. Why AIM? King & Spalding Law Firm, 2009.*
- *J. M. Mendoza. Securities regulation in low-tier listing venues: The rise of alternative investment market. Fordham Journal of Corporate & Finance Law, 13(2), 259-328, 2007.*
- *Montanino. Pubblico e privato per il sostegno alle piccole e medie imprese, in Nuovi strumenti intergrati per la capitalizzazione delle PMI Italiane, Banca Europea per*

*gli Investimenti, Borsa Italiana, Fondo Italiano d'Investimento, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Sace, 2011.*

- *M. O'Hara. Market Microstructure Theory. Blackwell Business, 1995.*
- *M. Pagano and A. Roell. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring decision to go public. Quarterly Journal of Economics - Oxford Journals, February 1998.*
- *M. Pagano, F. Panetta, and L. Zingales. Why do companies go public? an empirical analysis. The Journal of Finance, 1998.*
- *M. Pagano, A. Roell, and J. Zechner. The geography of equity listings: Why do companies list abroad? Journal of Finance, 57(6), 2651-2694, 2002.*
- *R. Passeri and C. Mazzi. The strategic role of innovative finance and the Mercato Alternativo del Capitale (MAC) for business succession in Italian family firms. Emerging Issues in Business & Economics, Firenze University Press, 2009a.*
- *R. Passeri and C. Mazzi. New growth Markets for small and mid cap companies: The launch of AIM Italy - Cambridge University, 2009b.*
- *L. Pastor and P. Veronesi. Rational IPO waves. Journal of Finance - The Journal of the American Finance Association, 2005.*
- *E. Posner. Copying the Nasdaq stock market in Europe: Supranational politics and the converge – Divergence Debate, 2004.*
- *E. Posner. Stock Exchange competition and the Nasdaq bargain in Europe: With US or against US? European trends in American perspective. Oxford University Press, 2005.*
- *R. Prentice. Whither securities regulation? Some behavioral observation regarding proposals for its future. Duke Law Journal, 51(5), 1397-1511, 2002.*
- *G. Raghuram Rajan. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt. Journal of Finance, 1992.*
- *R. G. Rajan and L. Zingales. Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity. Princeton, NJ University Press, 2004.*
- *V. Revest and S. Sapio. An essay on the emergence, organization and performance of financial markets: the case of the Alternative Investment Market, 2011.*
- *R. Romano. Empowering investors: A market approach to securities regulation. Yale Law Journal, 1998.*
- *S. Rousseau. London calling?: The experience of Alternative Investment Market and the competitiveness of Canadian stock exchanges. Banking & Finance Law Review, 23(1), 51-104, 2007.*
- *D. Seidl, P. Sanderson, and J. Roberts. Applying the 'comply-or-explain' principle: Conformance with codes of corporate governance in the UK and Germany. Journal of Management & Governance, 2012.*

- *D. Spulber. Market microstructure: intermediaries and the theory of the firm. Cambridge University Press, 1999.*
- *T. Stevenson. Taking AIM with your ISA investments. City A.M., 7 August 2013.*
- *N. M. Stoughton, Kit Pong Wong, and J. Zechner. IPOs and product quality. The Journal of Business - Chicago Journals, July 2001.*
- *E. P. Stringham and I. Chen. The alternative of private regulation: The London Stock Exchange's Alternative Investment Market as a model, Working Paper 12-30, Mercatus Center, George Mason University, 2012.*
- *Grant Thornton. Economic Impact of AIM and the role of fiscal incentives. Study commissioned by the London Stock Exchange, 2010.*
- *J. Tidd and J. Bessant. Managing Innovation: Integrating Technological, Market and Organizational Change. John Wiley & Sons Ltd, 4th edition, 2009.*
- *Tognoli. Interview - AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale, a discussion between weaknesses and oppotrunities. Registered Italian Nomad at Intagrea SIM, Milano,2013.*
- *Triboo Media, Official website ,2015.*
- *Verheij, J. Hage, and V. Van Den Herik. An integreted view on rules and principles. Artificial Intelligence and Law, 6, 3-26, 1998.*
- *S. Vismara, S. Paleari, and J. Ritter. Europe's Second Markets for Small Companies. European Financial Management, 2012.*
- *J.Wiggins e D.V.Gibson. Overview of 19 US incubators and the case of the Austin Technology Incubator. International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management, Inderscience Publishers, Entrepreneurship, Innovation and SMEs, Volume 3, Numbers 1-2/2003, February 19,2004.*
- *S.Winter and G. Szulanski. Replication as Strategy. Organization Science, 2001.*
- *World Federation of Exchanges. Public database information , Official website, 2013.*
- *World Federation of Exchanges. Public database information , Official website, 2014.*
- *World Federation of Exchanges. Public database information , Official website, 2015.*



**Dipartimento di Impresa e Management**

**Cattedra di Controllo di Gestione Avanzato**

**Il Mercato Alternativo del Capitale:  
Confronto tra quello Italiano e quello inglese.  
Il caso Triboo Media**

**RELATORE**

*Chiar. mo Prof. Fabrizio Di Lazzaro*

**CANDIDATO**

*Maria Gabriella Lanzotti*

*Matr. 661701*

**CORRELATORE**

*Chiar.mo Prof. Eugenio Pinto*

**Anno Accademico 2014/2015**

*Every nation on the Earth that embraces  
market economics and the free  
enterprise system is pulling millions of its  
people out poverty. The free enterprise  
system creates prosperity, not denies it.*

*Marco Rubio*

## **RELAZIONE : Il Mercato Alternativo del Capitale**

**Confronto tra quello italiano e quello inglese.**

**Il Caso Triboo Media**

Il lavoro svolto ha come elemento fondamentale l'analisi del fenomeno finanziario dei Mercati Alternativi di Capitale al fine di metterne in evidenza i punti di forza e di debolezza e valutare le condizioni favorevoli a consentire lo sviluppo di tali mercati, che di fatto costituiscono l'unico strumento per la quotazione delle piccole e medie imprese.

Lo studio, acquisiti i necessari dati ed informazioni, è stato poi indirizzato al confronto tra l'AIM del Regno Unito e quello del nostro Paese.

Infine ci si è occupati anche del caso pratico di un società italiana quotata con successo su AIM Italia.

Si tratta della **Triboo Media**, che opera prevalentemente nel campo dello Advertising e dell'Editoria e che rappresenta il classico "*fiore nel deserto*" nel panorama italiano .

Il lavoro è suddiviso in cinque capitoli.

Nel capitolo primo ho condotto un'analisi globale , suddividendo i continenti in quattro macro aree , per meglio comprendere lo sviluppo di tali mercati a livello mondiale, riscontrando che tali mercati presentano una fortissima diversificazione di attività.

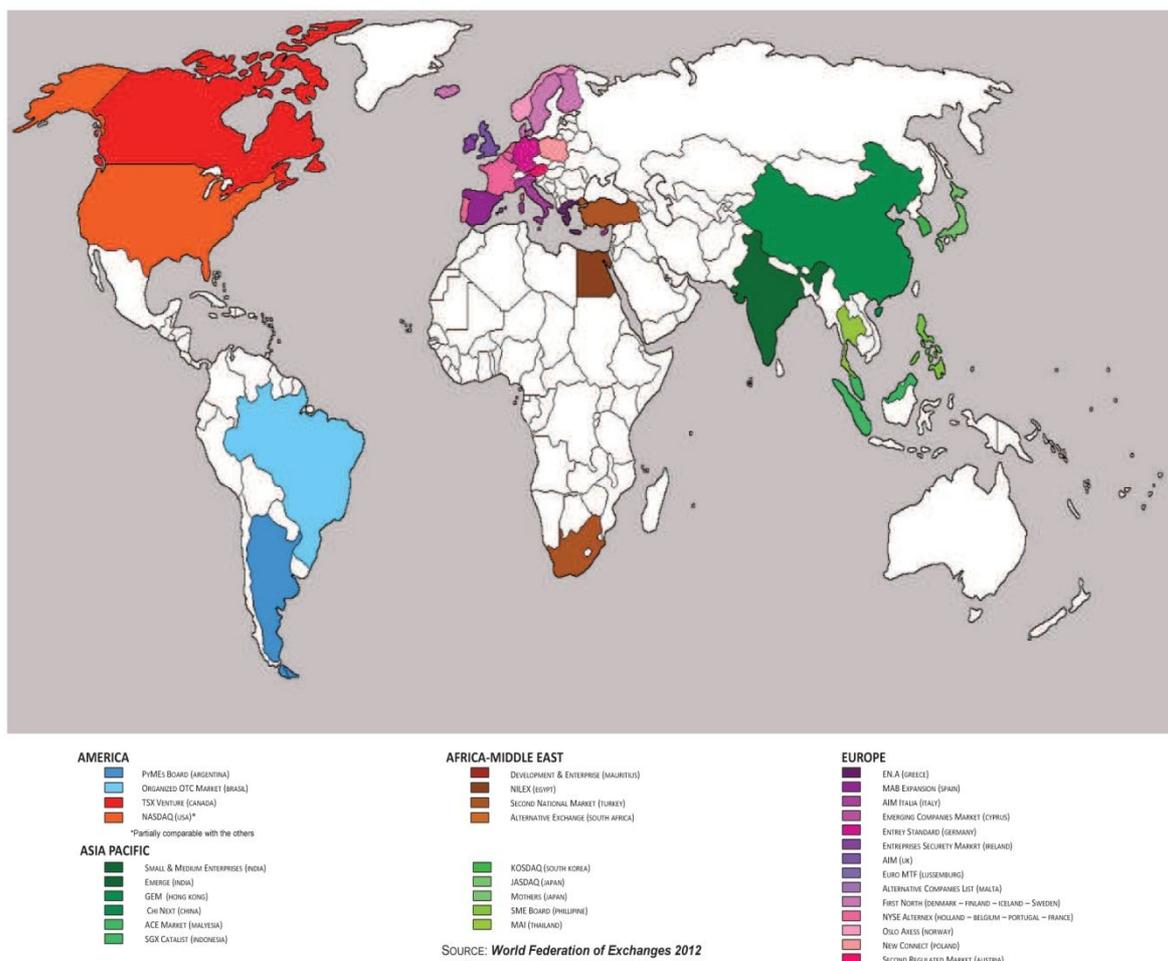
Nel secondo e nel terzo capitolo ho effettuato rispettivamente un'analisi dell' AIM UK e dell'AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale.

Il quarto capitolo è interamente dedicato al caso di Triboo Media, mentre il quinto è dedicato alle conclusioni .

I dati utilizzati per le analisi e le valutazioni dello studio sono quelli disponibili a tutto il 31.10.2015.

- I Mercati Alternativi del Capitale sono mercati azionari di secondo livello, caratterizzati da una regolamentazione più flessibile e da un processo di quotazione meno costoso. Tali caratteristiche consentono l'accesso al capitale anche a piccole e medie imprese con un buon potenziale di crescita, ma che non dispongono dei requisiti per essere quotate sui mercati principali.

L'istituzione di tali mercati è piuttosto recente e nella maggior parte dei casi di successo. Nel mondo ad oggi sono presenti più di trenta mercati alternativi del capitale, in rapida crescita e distribuiti in tutti i cinque Continenti. Essi inglobano aziende che operano in svariati settori economici ed hanno una capitalizzazione di mercato complessiva superiore a 600 miliardi di USD.



**Figura 1**

### **Il RISIKO del mercato alternativo**

L'indagine condotta ha evidenziato che, nonostante l'idea generale di mercato azionario rimanga ancorata al concetto di borsa nazionale gestita dallo Stato e dedicata esclusivamente alle grandi imprese, oggi il sistema finanziario è caratterizzato da una variegata presenza di mercati di successo dedicati alle aziende più piccole.

I Mercati Alternativi devono la loro istituzione alla necessità di creare una controparte, una alternativa per l'appunto, per i mercati principali.

L'esigenza di istituire tali mercati era ravvisata soprattutto per fornire la possibilità alle piccole e medie imprese di effettuare la quotazione sui mercati e, quindi, e potere accedere ai capitali attraverso una regolamentazione più flessibile, che passa attraverso requisiti di ammissione più bassi e costi meno onerosi. I mercati di secondo livello costituiscono di fatto l'unica possibile grande opportunità di sviluppo per tali aziende, che invero senza la loro istituzione rimarrebbero bloccate al di sotto delle loro potenzialità in termini di patrimonializzazione.

L'excurus storico di questi mercati, anche se breve essendo nati alla fine degli anni settanta, ha mostrato come questi possano giocare un ruolo importante per l'economia mondiale.

Gli AIM non solo sono fonte di liquidità, ma costituiscono anche una fonte di finanziamento a lungo termine ed un incentivo per le aziende a migliorare la visibilità, il loro profilo internazionale ed ovviamente i risultati. L'analisi ha evidenziato che esistono diversi tipi di mercati alternativi, diversi in termini sia di regolamentazione sia di prestazione.

Il successo di un mercato dipende, infatti, da una molteplicità di fattori, che sono ben evidenziati all'interno dell'intero elaborato, e tra cui il più importante è sicuramente il contesto economico in cui il mercato viene ad operare.

Le risultanze dello studio hanno portato ad individuare quale mercato di secondo livello di maggior successo, per l'appunto, l'**Alternative Investment Market del London Stock Exchange (AIM UK)**.

L'AIM UK vanta oggi, a vent'anni dalla sua istituzione, più di 3500 società.

Le ragioni di tale successo sono riconducibili a tre principali fattori chiave:

- **la regolamentazione flessibile**
- **i tempi brevi per il processo di quotazione e i costi contenuti**
- **la capacità di attrarre gli investitori**

AIM UK è un mercato che rappresenta una regolamentazione più flessibile se paragonata a quella del mercato principale, anche se non trascurabile.

Condizione fondamentale per l'ammissione a tale mercato è la nomina del **Nomad**, figura non prevista dal mercato principale, che deve essere coinvolta durante tutto il periodo di quotazione ricoprendo il ruolo di supporto all'azienda e di garante per lo scambio di azioni.

Il compito principale del Nomad è garantire che la società sia adeguata alla quotazione. Oltre alla nomina obbligatoria di tale soggetto, e di altri il cui ruolo è stato analizzato e definito nell'elaborato, per accedere alla raccolta di capitali sul mercato AIM è anche necessario presentare una documentazione per l'ammissione, che consiste in una presentazione molto dettagliata del business aziendale e della sua proposta di investimento.

I documenti di ammissione richiedono mesi di duro lavoro, una profonda conoscenza dell'azienda e la consapevolezza delle conseguenze che una decisione importante come quella di quotarsi su un mercato comporta.

L'onerosità di questa regolamentazione è controbilanciata dalla reale maggiore flessibilità dei requisiti tecnici.

Gli altri grandi vantaggi di AIM sono :

- la non necessità di una capitalizzazione minima per la quotazione **(£ 700.000 sul mercato principale)**
- la non necessità di una percentuale minima di azioni da vendere sul mercato **(per la quotazione sul mercato principale è richiesto almeno il 25%)**
- la necessità di un solo anno di bilancio soggetto a revisione **(rispetto ai tre richiesti sul mercato principale)**

La quotazione su AIM è definita come “ **un processo a basso costo di breve durata**”, che in condizioni normali non richiede più di sei mesi.

Dai dati disponibili infatti risulta che la maggior parte delle aziende chiude la quotazione su AIM in un periodo variabile tra i quattro e i sei mesi.

Per ciò che concerne i costi di quotazione l'opinione generale è che si tratta di costi vantaggiosi, anche se la spesa che molte aziende devono affrontare durante il processo risulta essere maggiore delle aspettative.

La motivazione è legata al fatto che i costi non si limitano solo a quelli di ammissione richiesti da LSE , che sono "*a buon mercato*".

Infatti a questi costi occorre aggiungere altri costi diretti, quali ad esempio quelli per le spese di consulenza, ed i costi indiretti legati alla quotazione, quali la perdita del controllo e della privacy dovuta all'obbligo di comunicare informazioni sensibili.

Un calcolo semplicistico dei costi del processo di quotazione per una piccola azienda è stimato intorno alle **547.000 sterline**, escludendo da tale importo i costi di mantenimento dopo il primo anno di trading.

Alla luce di queste valutazioni la decisione di quotarsi deve essere attentamente pesata e la gestione deve essere consapevole dell'onere finanziario che comporta l'intera operazione.

Il fattore chiave del successo di AIM UK secondo l'opinione degli esperti del settore è legato all'alta redditività del mercato, alla sua forte credibilità soprattutto a livello intenzionale ed alla sua integrità .

L'opinione generale dell'affidabilità del mercato di secondo livello londinese ha innescato un circuito virtuoso che induce l'afflusso massiccio di capitali provenienti principalmente da investitori stranieri, che creano un sistema con forte liquidità e dinamicità . Da quanto descritto appare evidente come il mercato inglese sia in grado di creare le condizioni ideali per fa si che anche imprese di dimensioni piccole e/o medie, con un profilo di rischio elevato, trovino una rapida risposta tra gli investitori.

Completata la approfondita analisi delle caratteristiche di AIM UK l'attenzione dello studio è stata spostata sull'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, un clone del modello britannico, nato nel 2008 dalla fusione di Borsa Italiana e London Stock Exchange.

Lo studio effettuato su AIM Italia ha, purtroppo per noi, evidenziato come l'impianto di un modello di successo in un altro ordinamento non sia condizione necessaria e sufficiente ad ottenere risultati di pari livello. Infatti AIM Italia e AIM UK, pur rappresentando diverse versioni dello stesso mercato, pur condividendo lo stesso insieme di regole, le stesse modalità di funzionamento, gli stessi requisiti di ammissione e lo stesso proprietario danno luogo a risultati molto dissimili.

Se AIM UK può essere considerato il mercato di maggior successo di tutto il mondo, la sua versione italiana costituisce, al contrario, uno dei peggiori in termini di prestazioni.

Nonostante il numero di quotazioni sia aumentato negli ultimi due anni, AIM Italia è ancora in fase di crescita debole.

I motivi principali di una così netta differenza possono essere ricercati in alcuni elementi chiave che influenzano il mercato italiano, riconducibili a :

- ***ragioni storico-culturali***
- ***costi di quotazione e situazione economica***
- ***scarsa attrattività per gli investitori nazionali e stranieri***

Il “**capitalismo familiare italiano**” è storicamente e culturalmente poco incline alla crescita esterna attraverso la cessione di azioni dell'impresa a terzi. La gestione familiare può comportare, limitazioni importanti, quali la mancanza di una classe manageriale con competenze e conoscenze necessarie alla gestione finanziaria dell'impresa, doti al contrario possedute da manager e dirigenti esterni adeguatamente formati. La chiusura delle imprese del nostro Paese ha di fatto bloccato il loro sviluppo.

In questo complicato contesto la possibilità di accedere al mercato come cammino di crescita e raccolta fondi resta un'opzione scarsamente considerata in quanto implicherebbe dei cambiamenti di controllo e di governante, che sono difficili da accettare nelle imprese ad azionariato concentrato dove spesso si verifica il cosiddetto “*attaccamento alla poltrona*”.

Un dato da sottolineare emerso durante lo studio è che requisiti per la quotazione richiesti da AIM Italia sono leggermente superiori rispetto a quelli richiesti da AIM UK. Il divario tuttavia non è tale da giustificare un così più basso numero di quotazioni sul mercato italiano .

Infatti l'ostacolo più grande per gli imprenditori italiani, ed in particolare per quelle più piccole imprese, sembrano essere i costi indiretti legati alle esigenze di trasparenza, alla riclassificazione dei bilanci passati e alla produzione della documentazione per gli investitori.

E' comunque utile sottolineare per dare completezza al discorso che le prestazioni di AIM Italia hanno gravemente risentito della difficile situazione economica mondiale e dello scarso rendimento del mercato italiano, condizioni queste non ideali per il lancio di un nuovo mercato dedicato alle piccole-medie imprese.

Il problema del basso livello di attrattività per gli investitori stranieri e le aziende italiane è piuttosto da collegare a motivazioni di carattere diverso, associate ad opinioni preconcepite di bassi livelli di trasparenze e di corruzione, che scoraggiano l'afflusso di capitali verso il nostro Paese.

Gli investimenti su AIM Italia non sono molto diffusi neppure tra gli investitori e rivenditori istituzionali nazionali.

La motivazione in questo caso è paradossale: il mercato pur essendo stato creato principalmente per investitori professionali (*come i fondi, hedge fund ecc*), risulta interdetto a molti di questi soggetti che per statuto non possono negoziare in titoli di mercati alternativi.

In questa condizione, anche in presenza di un maggior numero di società quotate dal lato dell'offerta, non sarebbe prevedibile una risposta altrettanto grande dal lato della domanda.

In un siffatto Paese ancora gestito da banche, che nella maggior parte dei casi sono l'unica fonte di finanziamento per le imprese ed in cui i risparmiatori sono

maggiormente attratti dai Bond nazionali che da investimenti privati, è chiaro che l' AIM Italia avrà difficoltà a decollare.

Per superare questi problemi la volontà e gli sforzi delle imprese italiane e di Borsa Italiana non sono sufficienti.

E' necessario un profondo intervento legislativo atto a riformare il sistema finanziario italiano, rendendolo più flessibile, competitivo e conforme agli standard internazionali.

Tornando alle valutazioni di carattere generale a seguito dello studio è possibile affermare che i mercati di investimento alternativi svolgono un ruolo fondamentale nel supportare e stimolare le piccole e medie imprese nel loro difficile percorso di crescita.

La loro presenza in tutte le aree del mondo rappresenta una grande opportunità di sviluppo per molte aziende, garantendo una maggiore disponibilità di liquidità e di finanziamenti a lungo termine e fornendo ,e questo non meno importante, alle imprese lo stimolo per il loro potenziamento che si concretizza attraverso l'accrescimento del profilo internazionale e l'individuazione di adeguati consulenti finanziari.

La situazione dei mercati alternativi di investimento è eterogenea, e anche i modelli di pari grado forniscono prestazioni diverse.

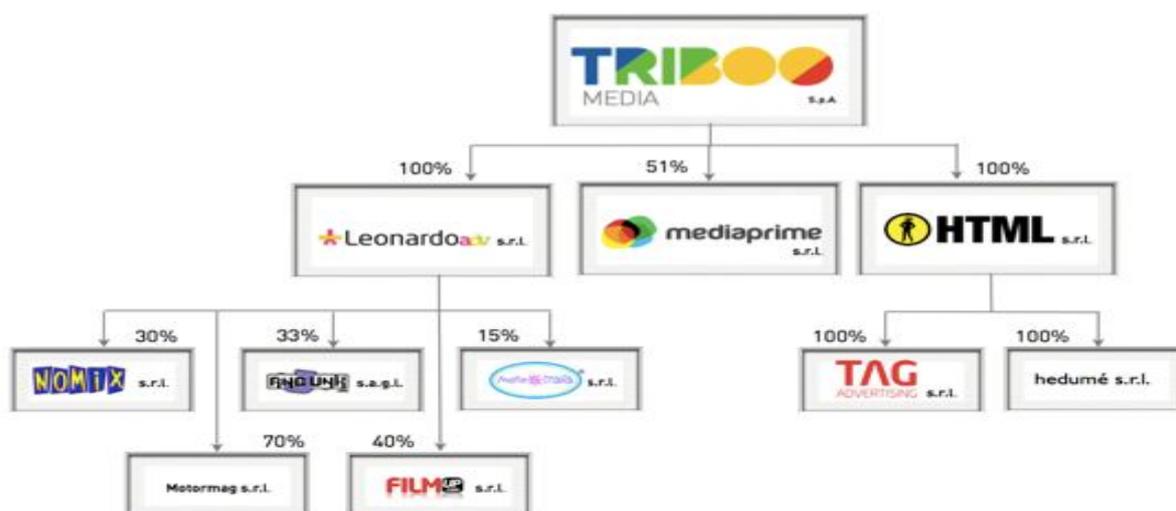
Il caso emblematico è quello di AIM UK, e del suo clone, AIM Italia, che partendo da condizioni simili arrivano a risultati sostanzialmente molto differenti in termini di crescita per le società e di guadagni per gli investitori.

Dallo studio effettuato sono emersi alcuni "indirizzi" fondamentali per una quotazione di successo :

- necessità di una gestione consapevole del business aziendale e delle decisioni che riguardano la quotazione
- corretta scelta del gruppo di consulenti, in particolar modo del Nomad e del broker

In tutti i casi non bisogna perdere di vista l'obiettivo : sono il momento economico e la liquidità del mercato che determineranno il successo finale dell'operazione.

Lo studio si è poi interessato, come anticipato in precedenza, di un caso specifico di società la Triboo Media , un'impresa italiana , quotata da poco su AIM Italia con eccellenti risultati ed in grado di raddoppiare nel giro di un anno il proprio fatturato.



**Figura 2**  
**Composizione Gruppo Triboo Media**

Il mercato dell'hi-tech in Italia è caratterizzato da tante piccole e medie imprese che con la loro eccellenza rappresentano la risposta tutta Italiana al mercato statunitense, al punto da rappresentare nel nostro paese l'elemento trainante della nostra economia.

I dati statistici mostrano che al momento nel settore sono presenti circa 97000 imprese di cui 25000 hanno la forma giuridica di società di capitali.

Le imprese IT sono tutte in attivo ed hanno un fatturato quasi tutte superiore a 10 milioni di euro.

L'impresa oggetto di studio, la Triboo Media S.p.A., costituisce un lampante esempio di Start up che, al termine di un percorso di crescita e di sviluppo delle

tecnologie di cui è proprietaria e di ampliamento dell'offerta, ha modificato la propria denominazione sociale e intrapreso il percorso della quotazione nel Mercato Finanziario.

Opera specificatamente nell'ambito dell'advertising digitale e dell'editoria online. L'advertising online viene utilizzato da operatori specializzati, come i centri media.

L'attività di editoria online è generalmente esercitata da soggetti diversi:

- *i grandi editori tradizionali, che sfruttano la notorietà delle proprie testate offline per attirare la clientela sulle proprie piattaforme on-line;*
- *i siti internet, che affiancano ai servizi standard forniti i contenuti editoriali;*
- *gli editori "pure digital", che arricchiscono di contenuti editoriali i propri siti web spaziando da contenuti specifici divisi a seconda delle tematiche cui fanno riferimento ad argomenti più generalisti.*

Triboo fa parte di quest'ultima categoria e sfrutta il suo portale principale, Leonardo.it, come network aggregativo di diversi editori che raccolgono la pubblicità necessaria a monetizzare la loro attività in maniera efficiente.

In chiusura, tornando a valutazioni di carattere generale, è possibile affermare che le **opportunità** offerte dai mercati AIM sono alte, *un esempio è proprio il caso in esame*, ma la governante deve essere in grado di decidere se la società sia adatta per un passo così cruciale e quale sia il mercato in cui quotarsi, altrimenti i rischi saranno alti e la "sfida" fallirà.

Purtroppo sulla base di quanto analizzato è opportuno sottolineare che al momento Triboo Media rappresenta per il sistema economico italiano il classico fiore nel deserto, in un sistema che si caratterizza per la presenza di poche realtà di punta spesso anche in settori strategici, che emergono dalla mediocrità più totale o addirittura dal nulla in un Paese che necessita di interventi strutturali e legislativi adeguati per garantire appropriate e reali condizioni di competitività.

## **Bibliografia**

- *ABI e Borsa Italiana. Imprese: accordo ABI - Borsa Italiana, 1 miliardo per sostenere le Ipo. Milano, 23 Giugno, 2011.*
- *A Guide to AIM, 2015. Pratical Manual. London Stock Exchange*
- *C. Arlotta, F. Bertoletti, A. Boccia, E. Negozio, C. Pesaro, and G. Venturini. Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane. Franco Angeli, 2012.*
- *Banca d'Italia. Relazione Annuale 2010, Roma, 2011.*
- *T. Bauer and J. E. Boritz. Report on the UK's Alternative Investment Market, Working Paper, School of Accountacy, University of Waterloo, 2013.*
- *D. Begg, S. Fisher, and R. Dornbush. Economia. McGraw-Hill, 2001.*
- *A. Blass and Y. Yafeh. Vagabonds shoes longing to stray: Why foreign firms list in the United States. Journal of Banking and Finance, 2001.*
- *J. Board, A. Vila, and S. Wells. Liquidity in Second Tier Equity Markets: Evidence from London's Alternative Investment Market AIM, 1998.*
- *Borsa Italiana. Database , Official website, 2013.*
- *A. Bossi. Interview - Nomad's role in the AIM UK. Registered UK Nomad at Westhouse Securities, London, June 2013.*
- *Brainspark. Brainspark Plc - Admissionl Document to trading on the Alternative Investment Market, 23 March 2000.*
- *T. Bulford. The penny sleuth: Is this share underprice of 73 MoneyWeek, 30 April 2013.*
- *B. Burgemeestre, J. Hulstijn, and T. Yao-Hua. Rules-based versus principlebased regulatory compliance. Amsterdam, Proceeding of Jurix, IOS Press, 37-46, 2008.*
- *M. Caccavaio, J. Carmassi, G. Di Giorgio, e M. Spallone. SMEs and the challenge to go public. Evidences from a recent survey - Arcelli Centre for Monetary and Finalncials Studies, Department of Economics and Finance, Roma, 2009.*
- *A. Calabrò and E. Di Carlo. The role of IPO in Internationalization Process of Family Business. The Italian Case of the Burani Family. Is it a Black Swan? Mc-Graw Hill, 7-13, 2009.*
- *G. Carosio. Indagine Conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari. Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Giovanni Carosio. Camera dei Deputati, 4 Maggio 2011.*
- *H. Choe, R. W. Masulis, and V. K. Nanda. Common stock offerings across the business cycle: The Theory and Evidence. Journal of Empirical Finance, June 1993.*
- *D'Amato and C. Cacia. La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà. Il caso del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) di Borsa Italiana Spa. Rivista di Piccola Impresa - Small Business, 2008.*
- *R. Dodd and S. Griffith-Jones. Brazil's derivatives markets: Hedging, central bank intervention and regulation, 2007.*

- *EVCA. European Private Equity and Venture Capital Association, PanEuropean Private Equity and Venture Capital Activity - Yearbook 2011, 2011.*
- *R. Fazzi. Il governo d'impresa. Giuffrè, Milano, 1982.*
- *F. Ferragina, M. Mancaruso, and L. Palmas. AIM Italia e quotazione delle PMI. Contabilità Finanza e Controllo, 2008.*
- *M. Geranio and V. Lazzari. Going Public and Listing Fees around the world, chapter Trends in the European securities Industries. Emittenti Titoli, Egea, Milano, 5th edition, 2011.*
- *F. Kinghorn. Interview - AIM experience: Analysis of pros ad cons of a such important decision. Executive at Alexander David Securities Group Ltd, London, June 2013.*
- *J. S. Levin. Structuring venture capital, private equity, and entrepreneurial transactions. Chicago, Wolters Kluwer Law & Business, 2013.*
- *S.G. Litvintsev. At what do Venture capitalists AIM?, 2009.*
- *Withers Worldwide LLP. AIM - The market for international companies, Practical Manual, London, October 2011.*
- *London Stock Exchange. A guide to AIM. Practical Manual, 2010.*
- *London Stock Exchange. AIM Statistics - Public Information, 2013*
- *London Stock Exchange. AIM Statistics - Public Information, 2014*
- *London Stock Exchange. AIM Statistics - Public Information, 2015*
- *London Stock Exchange. AIM Rules for Nominated Advisers - February 2007. AIM Regulation, 2007. London Stock Exchange.*
- *AIM Rules for companies - February 2010. AIM Regulation, 2010.*
- *London Stock Exchange. Fees for Companies and Nominated Advisers - Practical Manual, April 2012.*
- *LondonSouthEast. LSE abandons Tokyo AIM. Public Notice, 2007.*
- *Mallin and K. Ow-Yong. Corporate governance in small companies: The Alternative Investment Market. Blackwell Business, 1998.*
- *J. Martin and M. Young. Why AIM? King & Spalding Law Firm, 2009.*
- *J. M. Mendoza. Securities regulation in low-tier listing venues: The rise of alternative investment market. Fordham Journal of Corporate & Finance Law, 13(2), 259-328, 2007.*
- *Montanino. Pubblico e privato per il sostegno alle piccole e medie imprese, in Nuovi strumenti intergrati per la capitalizzazione delle PMI Italiane, Banca Europea per gli Investimenti, Borsa Italiana, Fondo Italiano d'Investimento, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Sace., 2011.*
- *M. O'Hara. Market Microstructure Theory. Blackwell Business, 1995.*
- *M. Pagano and A. Roell. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring decision to go public. Quarterly Journal of Economics - Oxford Journals, February 1998.*

- *M. Pagano, F. Panetta, and L. Zingales. Why do companies go public? an empirical analysis. The Journal of Finance, 1998.*
- *M. Pagano, A. Roell, and J. Zechner. The geography of equity listings: Why do companies list abroad? Journal of Finance, 57(6), 2651-2694, 2002.*
- *R. Passeri and C. Mazzi. The strategic role of innovative finance and the Mercato Alternativo del Capitale (MAC) for business succession in Italian family firms. Emerging Issues in Business & Economics, Firenze University Press, 2009a.*
- *R. Passeri and C. Mazzi. New growth Markets for small and mid cap companies: The launch of AIM italy - Cambridge University, 2009b.*
- *L. Pastor and P. Veronesi. Rational IPO waves. Journal of Finance - The Journal of the American Finance Association, 2005.*
- *E. Posner. Copying the Nasdaq stock market in Europe: Supranational politics and the converge – Divergence Debate, 2004.*
- *E. Posner. Stock Exchange competition and the Nasdaq bargain in Europe: With US or against US? European trends in American perspective. Oxford University Press, 2005.*
- *R. Prentice. Whither securities regulation? Some behavioral observation regarding proposals for its future. Duke Law Journal, 51(5), 1397-1511, 2002.*
- *G. Raghuram Rajan. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt. Journal of Finance, 1992.*
- *R. G. Rajan and L. Zingales. Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity. Princeton, NJ University Press, 2004.*
- *V. Revest and S. Sapio. An essay on the emergence, organization and performance of financial markets: the case of the Alternative Investment Market, 2011.*
- *R. Romano. Empowering investors: A market approach to securities regulation. Yale Law Journal, 1998.*
- *S. Rousseau. London calling?: The experience of Alternative Investment Market and the competitiveness of Canadian stock exchanges. Banking & Finance Law Review, 23(1), 51-104, 2007.*
- *D Seidl, P. Sanderson, and J. Roberts. Applying the 'comply-or-explain' principle: Conformance with codes of corporate governance in the UK and Germany. Journal of Management & Governance, 2012.*
- *D. Spulber. Market microstructure: intermediaries and the theory of the firm. Cambridge University Press, 1999.*
- *T. Stevenson. Taking AIM with your ISA investments. City A.M., 7 August 2013.*
- *N. M. Stoughton, Kit Pong Wong, and J. Zechner. IPOs and product quality. The Journal of Business - Chicago Journals, July 2001.*

- *E. P. Stringham and I. Chen. The alternative of private regulation: The London Stock Exchange's Alternative Investment Market as a model, Working Paper 12-30, Mercatus Center, George Mason University, 2012.*
- *Grant Thornton. Economic Impact of AIM and the role of fiscal incentives. Study commissioned by the London Stock Exchange, 2010.*
- *J. Tidd and J. Bessant. Managing Innovation: Integrating Technological, Market and Organizational Change. John Wiley & Sons Ltd, 4th edition, 2009.*
- *Tognoli. Interview - AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale, a discussion between weaknesses and oppotrunities. Registered Italian Nomad at Intagrea SIM, Milano,2013.*
- *Verheij, J. Hage, and V. Van Den Herik. An integreted view on rules and principles. Artificial Intelligence and Law, 6, 3-26, 1998.*
- *S. Vismara, S. Paleari, and J. Ritter. Europe's Second Markets for Small Companies. European Financial Management, 2012.*
- *J.Wiggins e D.V.Gibson. Overview of 19 US incubators and the case of the Austin Technology Incubator. International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management, Inderscience Publishers, Entrepreneurship, Innovation and SMEs, Volume 3, Numbers 1-2/2003, February 19,2004.*
- *S.Winter and G. Szulanski. Replication as Strategy. Organization Science, 2001.*
- *World Federation of Exchanges. Public database information , Official website, 2013.*
- *World Federation of Exchanges. Public database information , Official website, 2014.*
- *World Federation of Exchanges. Public database information , Official website, 2015.*