



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Controllo di Gestione avanzato

*La leva finanziaria e la politica dei dividendi nelle società
quotate nel mercato AIM Italia: una verifica empirica*

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Serena Curti

Matricola 664181

CORRELATORE

Prof. Fabio Fortuna

Anno Accademico 2015/2016

Introduzione..... pag. 6

CAPITOLO PRIMO

Le piccole e medie imprese italiane e il ricorso al capitale di rischio: il mercato AIM Italia

1. L'economia italiana

1.1. Un apparato affetto da nanismo cronico..... pag. 8
1.2. Il capitalismo familiare..... pag. 10
1.3. Il credito bancario..... pag. 11

2. Modello renano-nipponico e modello anglo-americano

2.1. Le differenze tra i due modelli..... pag. 15

3. La quotazione

3.1. Cos'è la Borsa..... pag. 17
3.2. Gli aspetti positivi della quotazione..... pag. 20
3.3. Cosa rende inappetibile la quotazione..... pag. 24

4. I mercati di Borsa Italiana

4.1 Il mercato obbligazionario..... pag. 32
4.2 Il mercato dei derivati..... pag. 33
4.3 Il mercato dei SEDEX..... pag. 33
4.4. Il mercato degli ETF e degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati..... pag. 33
4.5 Il mercato azionario..... pag. 34
 4.5.1. Il mercato telematico azionario..... pag. 34
 4.5.1.1. I requisiti formali in fase di IPO..... pag. 35
 4.5.1.2. I requisiti formali post IPO..... pag. 37
 4.5.1.3. I requisiti sostanziali..... pag. 37
 4.5.2. Il mercato degli Investment Vehicle..... pag. 38
4.6. La normativa di riferimento..... pag. 38

5. Il mercato AIM Italia	
5.1. Cos'è il mercato AIM Italia	pag. 41
5.2. I market players del mercato AIM Italia	pag. 42
5.2.1. Il Nomad	pag. 42
5.2.2. Il Global Coordinator	pag. 44
5.2.3. Lo specialist	pag. 44
5.2.4. I consulenti legali	pag. 44
5.2.5. L'advisor finanziario	pag. 45
5.2.6. La società di revisione	pag. 45
5.2.7. La società di comunicazione finanziaria	pag. 45
5.3 I requisiti di ammissione	pag. 46
5.3.1. I requisiti formali	pag. 46
5.3.1.1. I requisiti formali in fase di IPO	pag. 47
5.3.1.2. I requisiti formali post IPO	pag. 48
5.3.2 I requisiti sostanziali	pag. 49
5.4. Il percorso di quotazione	pag. 50
6. Il progetto ELITE	
6.1. Un'opportunità per la crescita	pag. 53

CAPITOLO SECONDO

Leva finanziaria, leva azionaria e politica dei dividendi

1. Il controllo di gestione	
1.1. La riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale	pag. 55
1.2. La riclassificazione economica dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico	pag. 56
1.3. La solidità, la liquidità e la redditività	pag. 58
1.4. Come coprire il fabbisogno finanziario	pag. 59
1.4.1. Copertura del fabbisogno finanziario mediante capitale di credito	pag. 60
1.4.2. Copertura del fabbisogno finanziario mediante capitale di rischio	pag. 60
1.4.3. Copertura del fabbisogno finanziario mediante strumenti ibridi	pag. 61
1.4.4. Copertura del fabbisogno finanziario mediante autofinanziamento	pag. 62
1.4.5. La struttura finanziaria ottimale	pag. 63

1.5. L'evoluzione dell'azienda e le modalità di copertura del fabbisogno finanziario.....	pag. 64
2. La leva finanziaria	
2.1. Il ricorso al capitale di credito.....	pag. 68
2.1.1. Gli strumenti finanziari a breve termine.....	pag. 68
2.1.2. Gli strumenti finanziari a medio-lungo termine.....	pag. 69
2.2. I Mini-Bond per le PMI.....	pag. 69
2.3. L'effetto "leva finanziaria".....	pag. 71
2.3.1. Il grado di leva finanziaria.....	pag. 76
3. La leva azionaria	
3.1. Dalla leva finanziaria alla leva azionaria.....	pag. 78
3.2. Come sfruttare la leva azionaria.....	pag. 80
4. La politica dei dividendi	
4.1. Come la struttura finanziaria influenza la politica dei dividendi.....	pag. 82

CAPITOLO TERZO

Una verifica empirica: il mercato AIM Italia

1. I settori del mercato AIM Italia	
1.1 Il mercato AIM Italia oggi.....	pag. 84
2. Il campione di riferimento	
2.1. Le quattro società oggetto di analisi.....	pag. 86
2.2. La riclassificazione dei bilanci.....	pag. 88
2.2.1. Enertronica.....	pag. 90
2.2.2. Italia Independent Group.....	pag. 92
2.2.3. Digital Magics.....	pag. 94
2.2.4. Safe Bag.....	pag. 96
2.3. La leva finanziaria e la politica dei dividendi nel campione di riferimento....	pag. 98
Conclusioni.....	pag. 101
Bibliografia.....	pag. 103
Sitografia.....	pag. 106

Ai miei genitori

Introduzione

Il presente elaborato fornisce un'analisi sulla struttura finanziaria e sulla politica dei dividendi adottata dalle Piccole e Medie Imprese (PMI) italiane.

Il sistema economico italiano si caratterizza:

- per la presenza di un elevato numero di imprese di ridotte dimensioni a proprietà concentrata nelle mani di uno o pochi soggetti di riferimento;
- per il frequente ricorso delle stesse al capitale di credito concesso dal comparto bancario.

Tale situazione porta le PMI italiane ad avere una struttura finanziaria fortemente sbilanciata verso il capitale di credito. Poiché una delle strade da intraprendere per patrimonializzare l'impresa è quella della quotazione, l'elaborato mira ad analizzare i cambiamenti nel livello di indebitamento e nella politica di dividendi a seguito dell'entrata in Borsa.

Il primo capitolo analizza le caratteristiche della situazione economica italiana e i vantaggi e gli svantaggi derivanti dalla quotazione. Sono dunque esaminati i vari mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. In particolare, l'attenzione è posta sul mercato AIM Italia, ossia il mercato dedicato alle PMI con elevate potenzialità di crescita. Viene presentata una descrizione sul suo funzionamento, sui principali market players e sui requisiti richiesti per poter essere ammessi sullo stesso.

Poiché l'analisi della struttura finanziaria si basa sull'interpretazione dei dati di bilancio, gli stessi devono essere riclassificati e rielaborati per poter effettuare uno studio ragionevole e coerente. Il secondo capitolo dunque, illustra come procedere per riclassificare, in termini finanziari e economici, gli schemi di bilancio, fornendo anche una spiegazione su aspetti quali la solidità, la liquidità e la redditività delle imprese. Viene inoltre illustrato il legame esistente tra il concetto di indebitamento finanziario, di leva finanziaria e di politica dei dividendi. Sono presentate, infine, ulteriori considerazioni con riferimento al tema della leva azionaria.

Il terzo capitolo presenta una verifica empirica in merito a quanto precedentemente discusso. In particolare, sono analizzate quattro società del mercato AIM Italia: Enetronica, Safe Bag, Italia Independent Group e Digital Magics. Si tratta di società che operano in settori

diversi la cui quotazione è avvenuta nel corso dello stesso anno. Ai fini dell'analisi, è stato effettuato un paragone tra le caratteristiche della struttura finanziaria esistente durante il periodo pre e post quotazione così da constatare i miglioramenti, gli sviluppi e le difficoltà conseguenti l'entrata in Borsa.

CAPITOLO PRIMO

Le piccole e medie imprese italiane e il ricorso al capitale di rischio: il mercato AIM Italia

1. L'economia italiana

1.1. Un apparato affetto da “nanismo cronico”

L'Italia, classificata tra i paesi più industrializzati del mondo¹, è propria di un sistema economico che merita di essere analizzato nel dettaglio. Si tratta di un sistema caratterizzato da alcune peculiarità che lo distinguono nettamente da quello degli altri paesi, rendendo singolare l'economia italiana. Il tessuto produttivo si differenzia principalmente per tre ragioni: la presenza di molte piccole e medie imprese (PMI), il capitalismo familiare e il frequente ricorso al credito bancario².

In merito al primo punto, occorre esaminare i motivi per i quali un'impresa può essere classificata come PMI. Sul punto è intervenuta la Commissione europea che ha elaborato una definizione di PMI entrata in vigore il 1° Gennaio 2005³. Le PMI rappresentano un fattore cruciale nell'economia europea; “rappresentano il 90 % di tutte le imprese dell'UE... Nel 2013, oltre 21 milioni di PMI fornivano quasi 90 milioni di posti di lavoro in tutta l'UE... stimolano lo spirito di imprenditorialità e di innovazione, contribuendo a promuovere la competitività, la crescita economica e l'occupazione in Europa”⁴. Le PMI, in quanto tali, possono avere difficoltà ad ottenere risorse finanziarie, così, al fine di limitare distorsioni all'interno del mercato unico europeo, si è resa necessaria una definizione comune e coerente

¹ Sul punto, Farnesina Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale, *G20*, disponibile su http://www.esteri.it/mae/it/politica_estera/g20

² Cfr. Del Bosco B., *Caratteristiche del sistema produttivo italiano e strutture economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001, p. 11 ss.; cfr. anche Parrini L., *Il mercato Expandi, La quotazione in Borsa per le PMI*, IPSOA, Milano, 2006, pag. 9.

³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Bruxelles, 6 Maggio 2003, (2003/361/CE).

⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Microimprese, piccole imprese e medie imprese: definizione e ambito*, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=URISERV:n26026&from=IT>

di PMI⁵. L'articolo 2 della Raccomandazione della Commissione espone le soglie finanziarie che definiscono le varie categorie d'impresa⁶.

LE NUOVE SOGLIE (articolo 2)

Categoria d'impresa	Effettivi: unità lavorative-anno (ULA)	Fatturato annuo	Totale di bilancio annuo
Medie	< 250	≤ 50 milioni di EUR (nel 1996: 40 milioni di EUR)	≤ 43 milioni di EUR (nel 1996: 27 milioni di EUR)
Piccole	< 50	≤ 10 milioni di EUR (nel 1996: 7 milioni di EUR)	≤ 10 milioni di EUR (nel 1996: 5 milioni di EUR)
Micro	< 10	≤ 2 milioni di EUR (precedentemente non definito)	≤ 2 milioni di EUR (precedentemente non definito)

Fonte: COMMISSIONE EUROPEA, *La nuova definizione di PMI. Guida dell'utente e modello di dichiarazione*, 2006.

L'apparato industriale italiano viene definito come affetto da “nanismo cronico”⁷: le PMI rappresentano il motore dell'economia italiana⁸ e si caratterizzano per il fatto di operare nei settori tradizionali del “made in Italy”, producendo beni legati al sistema persona e al sistema casa⁹. Si passa da produzioni di beni standardizzati, a beni altamente differenziati, fino ad arrivare ai beni di lusso¹⁰. Il tipo di settore in cui le imprese si concentrano, determina ed è a sua volta determinato dalla dimensione stessa dell'impresa. Alcuni comparti, per loro

⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *La nuova definizione di PMI. Guida dell'utente e modello di dichiarazione*, 2006.

⁶ “1. La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR.

2. Nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di EUR.

3. Nella categoria delle PMI si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di EUR”, sul punto, COMMISSIONE EUROPEA, *RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, cit.

⁷ Onida F., *Se il piccolo non cresce: piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, Bologna, 2004, p. 13

⁸ Cfr. Picchio N., *Pmi, il motore dell'Azienda Italia*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 Novembre 2013

⁹ Ibidem, p. 68 ss; cfr. anche MADE IN ITALY, IL PORTALE UFFICIALE DEI PRODUTTORI ITALIANI, disponibile su <http://madeinitaly.org/made-in-italy.php>

¹⁰ Le PMI italiane risultano despecializzate in settori caratterizzati da alta produttività per addetto come il farmaceutico, chimico, dell'informatica, dei trasporti, delle utilities ecc. poiché dominati da grandi imprese in condizioni di oligopolio, sul punto F. Onida, *op. cit.*, p. 68

natura, richiedono una struttura più articolata e una dimensione maggiore per consentire una permanenza competitiva sul mercato; altri invece, ben si adattano alle caratteristiche di imprese più piccole che possono godere di vantaggi competitivi diversi dall'ottenimento di economie di scala¹¹. Inoltre, l'Italia si caratterizza per la presenza di una pluralità di distretti industriali o network d'impresе: situazione in cui una molteplicità di piccole e medie imprese, localizzate in uno stesso ambito territoriale e operanti nello stesso settore, si specializza in fasi diverse della filiera produttiva, dando così vita a integrazioni di tipo verticale o orizzontale¹². In aggiunta, l'Italia si caratterizza per la presenza di gruppi d'impresa, con controllo di tipo piramidale (cd. *Scatole cinesi*)¹³.

1.2. Il capitalismo familiare

L'altro aspetto rilevante del sistema economico italiano è rappresentato dal capitalismo familiare. Si riscontrano, in particolare, numerose PMI in cui la famiglia di riferimento detiene una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa¹⁴. In tale contesto, famiglia e impresa si sovrappongono, rappresentando due facce della stessa medaglia¹⁵. Il capitalismo familiare genera una sorta di fenomeno culturale: la famiglia imprenditoriale che ha sempre detenuto la proprietà, tende ad evitare l'ingresso di nuovi soci nel capitale sociale, per timore di perdere il controllo sulla gestione¹⁶. L'imprenditore che evita la condivisione del potere e del controllo, vincola sia l'apertura del capitale azionario a investitori esterni sia l'ingresso in azienda di figure manageriali competenti. Coincidenza tra proprietà e management e chiusura della proprietà ad apporti esterni per il timore che il controllo venga diluito, rendono l'imprenditore tanto più attento ai propri interessi che a

¹¹ Parrini L., *op. cit.*, p. 4

¹² Si veda, Schilirò D., *I Distretti Industriali in Italia quale Modello di Sviluppo Locale: Aspetti Evolutivi, Potenzialità e Criticità*, in *CENTRO DI RICERCHE IN ANALISI ECONOMICA E SVILUPPO ECONOMICO INTERNAZIONALE*, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008, p. 7 ss.; cfr. anche, *Strutture, tendenze evolutive e prospettive di sviluppo dei distretti industriali*, in *Osservatorio nazionale distretti italiani – Rapporto 2014*, p. 19; si veda anche, Di Somma P., *I distretti industriali: punti di forza e prospettive di sviluppo*, 2007, disponibile su <http://www.pmi.it/economia/lavoro/articolo/949/i-distretti-industriali-punti-di-forza-e-prospettive-di-sviluppo.html>, in cui si fa riferimento al primo utilizzo e studio del termine “distretti industriali” e alla definizione data oggi agli stessi dalla legge italiana.

¹³ Si veda, Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, CEDAM, Padova, 2010

¹⁴ Sul punto, Onida F., *op. cit.*, p. 122

¹⁵ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 9

¹⁶ Sul punto, Onida F., *op. cit.*, p. 123; cfr. anche Del Bosco B., *op. cit.*, p. 11 ss.

quelli della sua azienda. “Il comportamento dell’impresa diventa estensione dello stile di vita della famiglia imprenditoriale”. La limitata diversificazione del patrimonio familiare può esporre l’impresa al rischio di porre in secondo piano la reale massimizzazione del valore aziendale¹⁷. Tutto ciò non fa altro che limitare la crescita dell’impresa, generando così una serie di effetti negativi¹⁸. A tal proposito, non si possono trascurare gli effetti del ricambio generazionale. Gli eredi potrebbero non essere interessati, o meglio, non all’altezza di detenere il controllo di un’impresa. Amministrare e condurre un’azienda richiede non solo una solida preparazione, ma anche altre competenze innate, quali lo spirito imprenditoriale. Per di più, qualora gli eredi non si siano mai interessati alle vicende aziendali, il rischio di non valorizzare l’attività d’impresa e di sottovalutare l’importanza della gestione aziendale, sarebbe alto. Questi sono i motivi per i quali il ricambio generazionale potrebbe rappresentare un serio problema e ostacolo alla continuità aziendale. Sarebbe più opportuno assumersi le proprie responsabilità, analizzare i pro e i contro di qualsiasi scelta e trarre beneficio da un’eventuale cambiamento dell’intera struttura organizzativa e proprietaria¹⁹.

1.3. Il credito bancario

Altro elemento che porta l’apparato economico italiano a distinguersi è il frequente, ma anche eccessivo, ricorso al credito bancario, tanto da poter definire tale sistema come “bancocentrico”²⁰. Le imprese italiane, ed in particolare le PMI, presentano una struttura finanziaria sbilanciata verso l’indebitamento bancario. Ciò non è altro che una conseguenza del contesto in cui esse si stesse si trovano ad operare. La commistione azienda – famiglia non agevola l’ingresso nel capitale da parte di soggetti terzi, estranei. Da un lato, la mancanza di investitori in grado di apportare nuove risorse, dall’altro, la capacità finanziaria limitata dei fondatori stessi dell’azienda, rendono inevitabile il ricorso al sistema bancario. Più in dettaglio, le PMI fanno leva sull’indebitamento di breve periodo in quanto la loro struttura organizzativa e finanziaria molto spesso non si presenta così evoluta e articolata da disporre di strumenti di programmazione e pianificazione (es. business plan, attività di budgeting

¹⁷ Troise G., *COME FINANZIARE LE PMI*, IPSOA, Milano, 2014, p. 16 ss.

¹⁸ Del Bosco B., *op. cit.*, p. 11 ss.

¹⁹ Parrini L., *op. cit.*, p. 9

²⁰ Onida F., *op. cit.*, p. 126

ecc²¹), utili per analizzare gli sviluppi e la solvibilità futura. Per tali motivi, il finanziamento a breve, prontamente rinegoziabile a scadenza, sembra essere il miglior mezzo di copertura del proprio fabbisogno. In merito, le PMI italiane fanno ampio ricorso alla pratica del “pluriaffidamento” secondo la quale la stessa impresa ottiene più prestiti bancari da una molteplicità di enti creditizi²². Tale pratica, se da un lato rappresenta un vantaggio per l’ente finanziario che può frazionare il rischio d’impresa, dall’altro consente all’imprenditore di operare in maniera meno prudente²³.

In aggiunta, le PMI peccano di carenze informative: ciò rappresenta una sorta di incentivo ad intraprendere operazioni più rischiose di quanto lo sarebbero in presenza di adeguata informativa al pubblico. La forte dipendenza tra sorti dell’impresa e volontà personale dell’imprenditore, l’assenza di diversificazione all’interno del capitale azionario, una struttura finanziaria sbilanciata verso il capitale di credito, rappresentano condizioni che rendono oneroso il trattamento e la diffusione delle informazioni aziendali²⁴. L’asimmetria informativa che si crea tra imprese e istituti creditizi comporta difficoltà nel valutare il merito di credito, andando così a sovrastimare il reale rischio di default. Ciò non fa altro che ripercuotersi sul costo dei finanziamenti ottenuti dalle PMI, penalizzando le imprese meno rischiose e le opportunità di effettuare investimenti convenienti²⁵.

Tutte le caratteristiche appena citate rappresentano un ostacolo alla crescita: l’impresa, per poter crescere, svilupparsi, espandersi e rimanere competitiva sul mercato, necessita di risorse finanziarie da poter investire. L’investimento, al tempo stesso, dovrebbe essere profittevole, fornendo perciò, un rendimento superiore al costo da sostenere per ottenere il finanziamento stesso. La struttura finanziaria delle PMI rende tutto ciò complesso: la limitata disponibilità di risorse e il costo dei finanziamenti non fanno altro che rappresentare un vincolo alla loro crescita.

La forte competizione internazionale, l’ampliamento dei mercati, l’inasprimento concorrenziale e l’internazionalizzazione possono compromettere la sopravvivenza delle imprese che presentano una struttura finanziaria poco solida. Elementi quali sottocapitalizzazione e forte dipendenza dal comparto bancario rendono l’impresa inflessibile in quanto non in grado di rispondere in modo efficiente alla pressione

²¹ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 10

²² Ibidem

²³ Sul punto, Camerata M., *IL PROCESSO DI PIANIFICAZIONE ECONOMICO-AZIENDALE DELLA TRANSIZIONE GENERAZIONALE NELLA PMI. Prospettive e sviluppo in ambito italiano, nell’ottica della competizione sui mercati, nell’era della globalizzazione*, Edizioni Universitarie Romane, Roma, 2012, p. 49.

²⁴ Troise G., *op. cit.*, p. 15 ss.

²⁵ Ibidem

competitiva esistente al giorno d'oggi. Se a ciò si aggiunge la scarsa informativa resa al pubblico con la conseguente difficoltà di monitoraggio dell'attività imprenditoriale, la situazione non fa altro che aggravarsi ulteriormente.

Un elevato indebitamento rende indisponibile il cash flow generato dall'attività aziendale, poiché destinato in primis a coprire gli oneri del debito. Qualora, poi, gli investimenti effettuati non siano redditizi, l'impresa farebbe fatica a rendersi adempiente e a soddisfare le banche creditrici, minando così la permanenza stessa sul mercato. Tutto ciò non permette di adottare una strategia flessibile, basata su un'elevata capacità di adattamento, fondamentale in presenza di condizioni esogene fortemente mutevoli.

La situazione appena descritta non consente di cogliere opportunità di espansione tramite, ad esempio, acquisizioni strategiche. La disponibilità limitata di risorse della famiglia proprietaria vincola gli incrementi di capitale di rischio e rende perciò l'impresa sempre più dipendente dal comparto bancario, vincolando operatività e crescita aziendale²⁶.

Al contempo, non si possono trascurare gli accordi sulla vigilanza bancaria da parte del Comitato di Basilea ("Basilea 2" e "Basilea 3"). Si tratta di un organismo che ha il compito di rendere stabile e solido il sistema bancario internazionale, promuovendo l'adozione di efficaci pratiche di gestione del rischio²⁷. L'accordo di Basilea 2 ha promosso uno schema di vigilanza basato su tre pilastri (requisiti patrimoniali minimi, controllo prudenziale e disciplina di mercato)²⁸, rendendo la disciplina più sensibile al rischio rispetto a quella prevista da Basilea 1²⁹. L'obiettivo di Basilea 3 è quello "di rafforzare l'assetto regolamentare internazionale in materia di patrimonio e liquidità, promuovendo un sistema bancario più robusto e rafforzando la capacità delle banche di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche, indipendentemente dalla loro origine, riducendo in tal modo il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale"³⁰. L'idea di fondo degli accordi è che le banche svolgono un'attività che comporta l'assunzione di rischi, a

²⁶ Onida F., *op. cit.*, p. 124 ss.

²⁷ Cfr., Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, Basilea, 2004

²⁸ Ibidem. In merito al primo aspetto, si fa riferimento a "requisiti patrimoniali minimi complessivi a fronte dei rischi di credito, mercato e operativo", mantenendo quanto previsto da Basilea 1, ossia "un ammontare di patrimonio pari ad almeno l'8% delle attività ponderate per il rischio". Il controllo prudenziale invece "è inteso non solo a garantire che le banche dispongano di un capitale adeguato a sostenere tutti i rischi connessi con la loro attività, ma anche a incoraggiarle nell'elaborazione e nell'uso di tecniche migliori per monitorare e gestire tali rischi". Per quanto riguarda la disciplina di mercato invece, l'accordo prevede "l'introduzione di requisiti di trasparenza informativa per le banche assoggettate alle disposizioni degli accordi di Basilea e il potere delle autorità di vigilanza di disporre di una pluralità di azioni per richiedere il rispetto di tali requisiti".

²⁹ Ibidem

³⁰ Cfr., Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Basilea, 2010

fronte di ciò, esse devono vincolare una quota di capitale proporzionata ai rischi assunti. Occorre, perciò, valutare la probabilità di default degli obbligati; a tal proposito, gli accordi di Basilea 2, forniscono una definizione di inadempienza. E' inadempiente il soggetto per il quale si verifica almeno una delle seguenti condizioni:

- la banca considera improbabile che debitore adempia per intero ai suoi debiti, senza tener conto di azioni di recupero quali l'escussione di eventuali garanzie
- il debitore presenta crediti scaduti da oltre 90/180 gg³¹

Tali disposizioni introducono una valutazione del rischio di credito più sensibile e attenta, inducendo gli enti creditizi a vincolare quote di capitale in ragione del reale rischio assunto. Ma vincolare capitale vuol dire rinunciare ad impiegare lo stesso in ulteriori investimenti redditizi. Perciò, qualora il rischio di credito risulti elevato, una quota maggiore di capitale dovrà essere bloccata, con la conseguenza che la clientela risulterà soggetta ad un più elevato costo di indebitamento. Ciò dovrebbe spingere le aziende a migliorare il proprio rating in modo da contenere i costi dei finanziamenti. Ma come è possibile migliorare il proprio rating? Sicuramente non si può prescindere dalla ricerca di un adeguato equilibrio nelle forme di finanziamento e perciò da un aumento della propria patrimonializzazione.

Tutto ciò determina un circolo vizioso in quanto, a fronte di rating più forti, le banche saranno portate a vincolare una quota ridotta di patrimonio e le aziende a sostenere un costo più basso per i finanziamenti ottenuti.

³¹ Sul punto, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 2004, cit.

2. Modello renano-nipponico e modello anglo-americano

2.1. Le differenze tra i due modelli

Per poter meglio comprendere le regole che governano il funzionamento dell'attività imprenditoriale, è necessario analizzare l'ambiente in cui questa si svolge.

A tal proposito, è possibile distinguere due modelli di capitalismo contrapposti: quello renano-nipponico e quello anglo-americano³². Le differenze sostanziali riguardano:

- la struttura proprietaria delle imprese
- le modalità di copertura del fabbisogno finanziario

In merito al primo aspetto, il capitalismo renano-nipponico si caratterizza per la presenza di imprese a proprietà concentrata, ossia imprese in cui il controllo è nelle mani di un'azionista o di pochi azionisti che detengono, singolarmente, quote ridotte di capitale, ma tramite sindacati di voto riescono a raggiungere la maggioranza in assemblea. Ciò consente loro di nominare il management dell'azienda. Poiché coloro che detengono la maggioranza hanno un forte incentivo a monitorare la gestione aziendale, l'organo di gestione è portato ad agire nel loro interesse. In imprese in cui il management è espressione di pochi azionisti di riferimento, il rischio è che vengano pregiudicati gli interessi della minoranza, ossia di coloro che detengono quote di capitale di rischio tali per cui non in grado di esercitare il controllo e di nominare l'organo di gestione. Si viene perciò a creare un conflitto di interessi tra azionisti di maggioranza e di minoranza³³.

Al contrario, le imprese che rientrano all'interno del capitalismo anglo-americano, presentano una struttura proprietaria diffusa, ossia la presenza nel capitale di rischio di tanti azionisti, ognuno dei quali detiene una quota non sufficiente per esercitare il controllo dell'impresa (*public companies*). Il management di tali società, non subendo un controllo diretto da parte della proprietà, è portato perciò ad agire esclusivamente nella realizzazione dei propri interessi, a scapito della massimizzazione del valore aziendale. Il management potrebbe essere interessato a valorizzare la propria immagine e reputazione, procedendo perciò ad operazioni che incrementano il proprio valore, ma non quello dell'azienda per cui lavorano³⁴. Ad esempio, al fine di ottenere una certa visibilità e soddisfazione che può

³² Si veda, Chiappetta F., *op. cit.*, p. 10 ss.

³³ *Ibidem*

³⁴ Cfr. Onida F., *op. cit.*, p. 131 ss.

derivare lavorando in un'azienda di maggiori dimensioni e di portata internazionale, il management potrebbe essere indotto ad effettuare acquisizioni anche non convenienti per l'azienda nel suo complesso. La libertà d'azione di coloro che gestiscono l'impresa è conseguenza dell'apatia del piccolo azionista, che, consapevole del fatto di detenere una quota esigua di capitale, rinuncia sia a partecipare alle assemblee, sia ad esercitare qualsiasi azione di controllo (*free-rider problem*). Tale situazione genera un conflitto di interessi diverso da quello tipico del capitalismo renano, ed in particolare si tratta di un conflitto tra la totalità degli azionisti e il management della società. L'unico freno alla libertà del management è dato dal mercato esterno: a tal proposito si parla di *takeover ostili*. Nel momento in cui vengono effettuate operazioni non convenienti per gli azionisti e per l'azienda stessa, il valore delle azioni tende a diminuire; ciò induce gli investitori esterni ad acquisire il controllo della società con lo scopo di sostituire il management, incrementare il valore aziendale e dunque, il valore della propria partecipazione, alienarla e realizzare un ingente capital gain. Il capitalismo anglo-americano, a differenza di quello renano in cui si è in presenza di azionisti che detengono la maggioranza, si caratterizza, quindi, per l'elevata contendibilità del controllo³⁵.

In merito al secondo punto, il capitalismo renano si fonda su un mercato di tipo *bank oriented*, ossia un mercato caratterizzato dal frequente ricorso a capitale di credito e all'autofinanziamento per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento. Al contrario, l'economia che rientra nel modello anglo-americano, è di tipo *market oriented*, ossia orientata al mercato di Borsa. Dunque, la quotazione e il reperimento di mezzi finanziari a titolo di capitale di credito sono le caratteristiche predominanti di tale modello³⁶.

Il sistema economico italiano rientra all'interno del modello di capitalismo renano-nipponico, con l'aggiunta che il controllo, oltre ad essere nelle mani di pochi, è nelle mani della stessa famiglia fondatrice.

³⁵ Cfr. Chiappetta F., *op. cit.*, p. 10 ss.

³⁶ *Ibidem*

3. LA QUOTAZIONE

3.1. Cos'è la Borsa

Come precedentemente discusso, il sistema economico italiano si caratterizza per la presenza del comparto bancario ed un ruolo trascurabile del mercato azionario. Il modello renano-nipponico cui l'Italia appartiene e la cultura della famiglia imprenditoriale della PMI pongono in secondo piano il mercato di Borsa. La chiusura del capitale azionario a soggetti esterni viene interpretata come una protezione del controllo esercitato invece che come un vincolo alla crescita e all'ottenimento di nuove risorse finanziarie. Tale situazione rende l'imprenditore italiano fortemente dipendente dal credito bancario e dall'autofinanziamento. Il ricorso al mercato esterno tramite aumenti di capitale di rischio diventa perciò un'alternativa secondaria e residuale³⁷. La disponibilità limitata di risorse finanziarie e il costo dell'indebitamento non permettono di cogliere investimenti redditizi e di sfruttare opportunità di crescita.

Durante gli anni '70 sono stati compiuti dei passi in avanti: si ricorda, in merito, la legge 216 del 1974, che ha istituito la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) “la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano”³⁸.

Non va trascurata l'evoluzione successiva del mercato, sia italiano che internazionale. La creazione del mercato unico, l'introduzione dell'euro e la graduale internazionalizzazione delle imprese hanno spinto il sistema economico italiano ad un cambiamento. Nella prospettiva di far fronte alla competizione non più sul piano nazionale, ma a livello europeo e internazionale, si è cominciato a riflettere su una graduale ridefinizione della propria struttura finanziaria e sull'apertura del capitale proprio a investitori esterni. Ciò non determina però, il cambiamento della cultura italiana e il passaggio da una struttura basata sulla proprietà concentrata ad una simile a quella delle public companies di tipo anglo-americano. I cambiamenti economici esogeni, esterni alle imprese, hanno semplicemente incoraggiato lo sviluppo del mercato di Borsa e la crescita delle imprese al ricorso al capitale di credito. Anche le PMI, per sopravvivere alla concorrenza, hanno iniziato a reperire risorse

³⁷ Marasco V., *La quotazione in borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, Milano, IPSOA Informatica, 1990, p. 9 ss.

³⁸ Cfr. *Legge 7 Giugno 1974, n. 216: Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 8 Aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*; sul punto cfr. anche il sito http://www.consob.it/main/consob/Chi_e/index.html

finanziarie facendo ricorso al capitale di rischio, aprendo così le porte anche a soggetti esterni.

La quotazione rappresenta un cambiamento per l'impresa e per coloro che ne hanno sempre detenuto il controllo. A volte potrebbe risultare una scelta obbligata, spinta dalla concorrenza esterna che impone maggiore flessibilità di adattamento e di reazione in termini di investimenti e capacità di finanziamento; altre volte, invece, risulta come una scelta strategica, in quanto la quotazione impatta su tutta l'azienda e la sua organizzazione, dall'aspetto finanziario, a quello della corporate governance e della politica di gestione aziendale.

In termini economici, quotarsi in Borsa vuol dire “collocare presso il pubblico titoli azionari, esistenti o di nuova emissione, che potranno essere sia oggetto di negoziazione su un mercato regolamentato sia liberamente trasferibili”³⁹.

Il mercato dei capitali si distingue in primario e secondario a seconda che i titoli siano, rispettivamente, di nuova emissione o già collocati presso il pubblico⁴⁰.

La Borsa, quindi, è un mercato organizzato in cui vengono negoziati strumenti finanziari caratterizzati da un diverso grado di rischiosità, a seconda che si tratti di azioni, obbligazioni o derivati⁴¹. L'obiettivo del mercato borsistico è quello di agevolare l'incontro tra domanda ed offerta di risorse finanziarie. La presenza di un mercato organizzato fornisce numerose opportunità, permettendo diversificazione del proprio portafoglio e liquidabilità degli investimenti⁴².

In Italia, Borsa Italiana organizza e gestisce il funzionamento dei mercati di strumenti finanziari dal 1998: “si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari e operatori dalle negoziazioni. Inoltre, Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni e gli obblighi di operatori ed emittenti ... Obiettivo principale è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza”⁴³.

“I compiti principali di Borsa Italiana sono:

- la vigilanza sul corretto svolgimento delle operazioni di borsa;
- la definizione dei requisiti e delle procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti;

³⁹ Si veda, Parrini L., *op. cit.*, p.43 ss.

⁴⁰ Cfr. Marasco V., *op. cit.*, p.31 ss.

⁴¹ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p.43 ss.

⁴² Cfr. Perrini F., *La decisione, la gestione e il processo di quotazione delle Pmi*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001, p. 168 ss.

⁴³ Sul punto, Borsa Italiana, *Chi siamo*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

- la definizione dei requisiti e delle procedure di ammissione per gli intermediari che operano sui mercati;
- la gestione dell'informativa sulle società quotate;

Gli azionisti di Borsa Italiana SpA sono le società emittenti quotate sul listino, gli intermediari, italiani e internazionali ed alcune tra le principali banche italiane. Inoltre, è stata istituita una netta separazione tra le funzioni di vigilanza (svolte da Banca d'Italia e Consob) e le funzioni di gestione e organizzazione dei mercati (svolte da Borsa Italiana)⁴⁴. “La Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano” e “vigila sulle società di gestione dei mercati regolamenti, sulla trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, sulla trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti che operano sui mercati finanziari”⁴⁵. “La Banca d'Italia è la banca centrale della Repubblica italiana; fa parte dell'Eurosistema, composto dalle banche centrali nazionali dell'area euro e dalla Banca Centrale Europea”⁴⁶. L'obiettivo che persegue è quello di mantenere il livello dei prezzi stabile e di garantire l'efficienza del sistema finanziario si occupa del settore finanziario⁴⁷. “In relazione ai compiti di vigilanza, persegue la sana e prudente gestione degli intermediari, la stabilità del sistema ... nonché l'osservanza delle disposizioni ... da parte dei soggetti vigilati”⁴⁸.

Dal 2007 Borsa Italiana fa parte del London Stock Exchange Group e il più importante indice azionario è il FTSE MIB, che comprende i 40 titoli più rappresentativi del mercato italiano in termini di dimensione e liquidità. Inoltre, l'indice viene sottoposto a revisione ogni tre mesi al fine di verificare che i titoli inclusi nello stesso siano realmente rappresentativi dell'intero mercato italiano; qualora invece, una società di nuova quotazione presenti una capitalizzazione maggiore o uguale al 3% dell'attuale capitalizzazione del mercato, viene aggiunta all'indice tramite una revisione straordinaria. L'inclusione del nuovo titolo dipende però dalla decisione del Gruppo direzionale di Ftse Italia⁴⁹.

La volontà di crescere e di rafforzare la propria competitività sul mercato sono le ragioni che spingono le società a quotarsi. Se a ciò si aggiungono concrete prospettive di sviluppo, la quotazione non potrà che sostenere e rendere noto il successo imprenditoriale. Essa non è

⁴⁴ Borsa italiana, *Glossario*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Borsa%20Italiana%20Spa>

⁴⁵ CONSOB, *Le attività*, disponibile su sito: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/attivita>

⁴⁶ Banca d'Italia, *Chi siamo*, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/index.html>

⁴⁷ *Ibidem*

⁴⁸ Banca d'Italia, *Compiti*, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/compiti/index.html>

⁴⁹ Cfr. Borsa Italiana, *LA REVISIONE PERIODICA DEL PANIERE FTSE MIB*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/revisione-periodica-paniere-ftse-mib149.htm>

altro che una decisione strategica che permette di creare valore non sono per gli shareholders ma per tutti gli stakeholders. Aprire il capitale a soggetti terzi rappresenta un salto culturale, in particolar modo in ambiente economico come quello italiano. La Borsa è vista come fonte di risorse finanziarie data la presenza di un mercato organizzato che facilita l'incontro tra domanda e offerta; ma non è solo questo, essa rappresenta un processo di sviluppo e di rinnovamento. Occorre però valutare una serie di fattori prima di decidere di quotarsi: l'imprenditore non può prescindere da un'analisi dei dati macroeconomici, dell'evoluzione mercato di riferimento, degli obiettivi che si prefigge di raggiungere, dell'adeguatezza delle strutture organizzative e manageriali. Collocare strumenti finanziari presso il pubblico presenta vantaggi e svantaggi, che vengono di seguito analizzati⁵⁰. Occorre però precisare che il processo di quotazione non è irreversibile in quanto una società può sempre decidere di "ri-privatizzarsi" (de-listing)⁵¹.

3.2. Gli aspetti positivi della quotazione

La quotazione genera una serie di effetti positivi sia per gli azionisti che per la società nel suo complesso:

- permette di reperire risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio, favorendo così sia lo sviluppo dell'impresa che il miglioramento della struttura finanziaria.

Un'impresa può svilupparsi sia internamente che esternamente. Si parla di sviluppo interno quando investe in nuovi macchinari o in ricerca e sviluppo, permettendo la diversificazione delle proprie attività e del proprio business. Quando un'impresa presenta concrete prospettive di sviluppo e tassi di crescita elevati, la quotazione permette di compiere gli investimenti programmati e di sostenere la crescita del proprio business. Si parla, invece, di crescita esterna, quando vengono compiute fusioni, acquisizioni o altre operazioni straordinarie che permettono, in breve tempo, di raggiungere una dimensione elevata, di acquisire nuove tecnologie e competenze, di sfruttare economie di scale e di entrare in nuovi

⁵⁰ Cfr. Marasco V., *op.cit.*, p.82 ss.

⁵¹ Sul punto, Perrini F., *op. cit.*, p. 156 ss.

mercati⁵². Non è da trascurare il fatto che la quotazione comporta una serie di costi da sostenere e gli effetti positivi sulla redditività non saranno sicuramente immediati.

In merito al secondo aspetto, occorre sottolineare che l'incremento di capitale di rischio con l'ingresso in Borsa e i successivi aumenti dello stesso permettono all'impresa di migliorare e riequilibrare la propria struttura finanziaria, vista come rapporto tra finanziamenti ottenuti da terzi a titoli di capitale di credito e risorse ottenute a titolo di capitale proprio. Come già analizzato, quando si è in presenza di una struttura troppo sbilanciata verso l'indebitamento, le risorse generate tramite l'attività d'impresa rischierebbero di essere utilizzate esclusivamente per soddisfare gli oneri del debito, non lasciando così la possibilità di effettuare investimenti redditizi. Qualora poi i costi da onorare risultino maggiori delle risorse che l'impresa riesce a generare, la sopravvivenza stessa sul mercato potrebbe essere compromessa. Per tali ragioni è opportuno che la struttura finanziaria risulti equilibrata e coerente con il proprio fabbisogno finanziario. Nonostante la quotazione permetta di migliorare il rapporto tra Debiti e Equity, è stato dimostrato che nel lungo periodo tale rapporto tende a risalire ai livelli pre-quotazione⁵³;

- fornisce visibilità e notorietà all'impresa.

Si tratta di un beneficio intangibile ma non trascurabile. Imprese giovani e non conosciute potrebbero essere spinte ad entrare in Borsa al fine di rendere noti il proprio business e i propri prodotti.

Il prestigio e la qualità di un'impresa permettono inoltre di attirare risorse manageriali qualificate e di allargare la propria rete di contatti dando così la possibilità di avviare partnership strategiche⁵⁴.

Nel mercato anglo-americano, l'apertura del capitale di rischio a terzi rende il controllo dell'impresa tanto contendibile che scalate ostili possono facilmente aver luogo in caso di gestione inefficiente da parte del management. In questi casi, i manager sono incentivati a lavorare nell'interesse dell'impresa, generando valore per tutti gli stakeholders e incrementando il prestigio aziendale. In Italia però, il controllo non è così contendibile come nelle public companies americane ed il management non ha timore del giudizio del mercato.

⁵² Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p.25 ss.

⁵³ *Ibidem*, secondo l'autore, poiché le politiche di finanziamento non variano, nel lungo periodo il rapporto di indebitamento torna ai livelli pre-quotazione. La quotazione non fa altro che dare visibilità, equilibrare la struttura finanziaria e ridurre il rischio d'impresa nel breve periodo, così da migliorare i rapporti con gli enti creditizi e le condizioni di finanziamento bancario.

⁵⁴ *Ibidem*

Dunque, al fine di allineare gli interessi di coloro che gestiscono l'impresa con quelli degli shareholders, è necessario motivare il management attraverso strumenti di remunerazione quali le *stock options*⁵⁵. “Le stock options sono contratti di incentivazione che vengono solitamente concessi al top management e ai membri del consiglio di amministrazione di un'azienda .. e assegnano la facoltà di acquisire, nel caso di azioni già emesse, o di sottoscrivere, nel caso di azioni di nuova emissione, titoli rappresentativi del capitale di rischio della società, entro un certo intervallo di tempo, o ad una specifica data, ad un prezzo prestabilito”⁵⁶. L'obiettivo è quello “di vincolare una parte del salario all'andamento del titolo sul mercato .. stimolando il management ad incrementare la propria produttività e il valore per l'impresa”⁵⁷.

- rende gli investimenti facilmente liquidabili, dando la possibilità ai vecchi soci di smobilizzare le loro partecipazioni sia in fase di ammissione alla quotazione (sul mercato primario) sia successivamente (sul mercato secondario). La quotazione è quindi vista come una “way out” che consente di monetizzare il valore creato⁵⁸.

L'entrata in Borsa rappresenta una strategia per facilitare l'uscita di quei soci che non hanno più interesse nel partecipare al rischio d'impresa e che desiderano esclusivamente monetizzare il loro investimento; accade ad esempio, nel caso in cui i membri della famiglia imprenditoriale non condividono più la stessa politica strategica. I diversi ricambi generazionali determinano una vasta compagine azionaria all'interno della quale possono crearsi contrasti in termini di interessi. Alcuni soci potrebbero essere più interessati nella gestione e nello sviluppo imprenditoriale, privilegiando quindi il reinvestimento degli utili, altri invece, potrebbero preferire la distribuzione degli utili stessi sotto forma di dividendi, poiché disinteressati ai progressi futuri. Ciò crea conflitti in termini di strategia di investimento da seguire. Tale situazione potrebbe essere risolta mediante un “family buyout”: operazione mediante la quale alcuni membri del gruppo familiare di controllo rilevano le partecipazioni dei familiari non più interessati alla gestione d'impresa, sfruttando la capacità di indebitamento. Poiché la struttura finanziaria conseguente risulterà

⁵⁵ Cfr. Vender J., Gervasoni A., Dessy A., *La quotazione in borsa come opzione strategica per lo sviluppo della media impresa familiare*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001, p. 145 ss.

⁵⁶ Zattoni A., *Corporate Governance*, EGEA, Milano, 2015, p. 304 ss.

⁵⁷ Borsa Italiana, *STOCK OPTION. Gli strumenti per retribuire e fidelizzare dipendenti e manager considerati, a livello strategico, rilevanti per una società*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-lente/stockoption203.htm>

⁵⁸ Parrini L., *op. cit.*, p.25 ss.

eccessivamente sbilanciata verso il capitale di credito, sarà necessario intervenire sulla stessa attraverso una successiva capitalizzazione o quotazione dell'impresa⁵⁹. Riassetti societari e modifiche nella compagine proprietaria sono una conseguenza inevitabile dell'apertura del capitale proprio a terzi. Il beneficio che ne deriva è quello di “spersonalizzare” e “sfamigliarizzare” l'impresa lasciando la stessa a persone meritevoli.

Altre volte invece la quotazione risulta un obbligo: è il caso in cui una società abbia ottenuto risorse da parte di fondi di Private Equity. Tale fondi investono per un periodo di tempo limitato in società target con l'obiettivo di incrementarne il valore e realizzare capital gains dal disinvestimento. La quotazione è quindi una “way out” imprescindibile per il fondo.

La partecipazione in una società non quotata è un immobilizzo patrimoniale in quanto, non essendo presente un mercato nel quale il titolo viene continuamente scambiato, risulta difficile trovare un acquirente. La quotazione rende perciò la partecipazione facilmente liquidabile.

Non è poi da trascurare che l'allargamento della base azionaria genera una diluizione nelle partecipazioni dei soci esistenti. Ciò rappresenta un pericolo, soprattutto per la minoranza ma occorre precisare che man mano che il numero di soci aumenta, diminuisce la percentuale di partecipazione necessaria per mantenere il controllo. A causa del fenomeno dell'assenteismo assembleare e delle difficoltà che sorgono nel coalizzare molti azionisti di minoranza, alcuni soci riescono a detenere il controllo anche con quote esigue di capitale⁶⁰. L'assenteismo assembleare è dovuto alla contrapposizione tra azionisti imprenditori (interessati alla gestione dell'impresa) e azionisti risparmiatori (disinteressati alla vita della società ma attenti all'apprezzamento del titolo nel breve periodo al fine di ottenere un capital gain). Sicuramente gli azionisti risparmiatori e tutti coloro che credono di detenere una partecipazione tale da non poter influenzare le decisioni aziendali, rinunceranno a partecipare in assemblea, lasciando così il controllo a gruppi minoritari⁶¹. Naturalmente ciò espone al rischio di scalate ostili⁶².

- permette di migliorare l'organizzazione aziendale.

Cambiamenti organizzativi si hanno sia in fase di ammissione alla quotazione sia successivamente nella fase post-quotazione. Si richiedono sistemi di pianificazione e di

⁵⁹ Cfr. Vender J., Gervasoni A., Dessy A., *op. cit.*, p. 137 ss.

⁶⁰ Sul punto, Chiappetta F. *op. cit.*, p.20 ss.

⁶¹ Ibidem

⁶² Cfr. Marasco V., *op. cit.*, p.82

controllo interno efficaci ed efficienti al fine di rendere trasparente l'intero processo decisionale e di gestione dei rischi. Ciò non fa altro che incrementare la fiducia e la visibilità dell'impresa. Inoltre, poiché la società è obbligata a comunicare tempestivamente dati affidabili e informazioni corrette circa la propria situazione economica e finanziaria, è opportuno che si doti di sistemi di comunicazione con il pubblico.

E' comunque auspicabile che una società agisca sulla propria struttura a prescindere dal processo di quotazione in essere, in quanto una struttura efficace, efficiente e trasparente non può che generare effetti positivi e creare valore per tutta la comunità degli stakeholders⁶³.

La fiducia da parte del mercato è di fondamentale importanza anche per perseguire la stessa attività d'impresa. Si pensi ad esempio alle aziende che producono beni ad uso durevole e che forniscono quindi, anche servizi quali l'assistenza post-vendita. Esse devono necessariamente stabilire un rapporto di lungo periodo con il proprio cliente; instaurare questo tipo di relazione risulterà tanto quanto più le informazioni in merito alla propria situazione e organizzazione siano rese chiare, pubbliche e trasparenti.

- infine, gli scambi che avvengono sul mercato permettono di valutare in modo continuo e giornaliero il valore delle azioni, monitorando costantemente la performance complessiva.

3.3. Cosa rende inappetibile la quotazione

La quotazione, oltre che vantaggi, porta con sé una serie di costi, monetari e non, che non possono essere trascurati:

- l'apertura del capitale proprio a terzi determina la diluizione della partecipazione dei soci esistenti.

L'accesso al capitale da parte di soggetti estranei e la loro ingerenza nella vita dell'impresa non vengono visti positivamente da coloro che hanno sempre detenuto il controllo dell'azienda. Il timore di perdere il potere e di dover condividere con altri le decisioni

⁶³ Si veda, Parrini L., *op. cit.*, p.25 ss.

strategiche rappresentano un vincolo alla libertà decisionale e d'azione. La necessità di dover rendere pubbliche le informazioni aziendali (si pensi ai bilanci semestrali o annuali) e di rispondere a tutti coloro che hanno un interesse nel monitorare l'attività d'impresa, rappresenta una perdita di riservatezza⁶⁴.

Il timore dei soci di maggioranza è quindi quello di subire un annacquamento della propria partecipazione sia in fase di ammissione che successivamente e di dover sopportare il rischio di scalate ostili. In realtà tale timore risulta infondato qualora la proprietà originaria si riserva una partecipazione superiore al 50% (es. 50,1%). Il gruppo di comando non è sempre preparato a sostenere il passaggio da un'impresa a controllo familiare ad un'impresa che diventa sempre più autonoma dalla proprietà. I soci molto spesso preferiscono cedere l'intero pacchetto di controllo e monetizzare il loro investimento piuttosto che rispondere alle richieste troppo esigenti del mercato. Preferiscono quindi togliersi il peso di una gestione troppo diventata impegnativa. Ciò rappresenta però un ostacolo allo sviluppo, all'innovazione e al cambiamento. Voler mantenere l'azienda nelle mani della stessa famiglia fondatrice e degli eredi della stessa, vuol dire bloccare l'accesso a soci di minoranza, quindi, a nuove risorse finanziarie da poter investire.

Non tutte gli imprenditori si trovano però nella condizione di valutare negativamente l'apertura del capitale proprio a terzi. Basti pensare alla situazione in cui i proprietari, di età avanzata, non hanno eredi cui può essere affidata la gestione imprenditoriale. Anziché affidare l'impresa a soggetti non in grado di poter condurre la stessa efficientemente, viene favorita la quotazione, l'allargamento della base azionaria e la divisione tra proprietà e management.

- la continua valutazione dell'impresa dal parte del mercato spaventa l'imprenditore.

Il timore che l'azienda non venga valutata correttamente e che il mercato non riesca a cogliere le concrete prospettive di sviluppo limita di fatto l'accesso in Borsa. Con la quotazione l'impresa si espone alla volatilità delle condizioni di mercato e ne assorbe tutti gli aspetti positivi e negativi. Nonostante ciò, è stato dimostrato che nel lungo periodo vengono attribuite valutazioni attendibili in linea con le reali opportunità di un'impresa⁶⁵.

Le imperfezioni dei mercati possono causare una riduzione del prezzo di mercato al di sotto del reale valore delle azioni (fenomeno di *underpricing*⁶⁶). Qualora il mercato amplifichi in

⁶⁴ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 37 ss; cfr. anche Marasco V., *op. cit.*, p. 85 ss.

⁶⁵ Ibidem

⁶⁶ Cfr. Cfr. Vender J., Gervasoni A., Dessy A., *op. cit.*, p. 152 ss.

modo eccessivo gli effetti negativi di una gestione aziendale non efficiente, la differenza tra i due valori appena citati tende ad aumentare. Questa situazione incrementa la probabilità di un'eventuale scalata ostile, poiché, essendo crollato il prezzo di mercato, il costo da sostenere per acquisire la maggioranza si riduce. L'underpricing non crea eccessivi problemi nel caso di imprese in cui il controllo è concentrato nelle mani di uno o pochi soci di riferimento. Il gruppo di comando è nella condizione di poter richiedere un prezzo superiore a quello di mercato per la cessione del proprio pacchetto.

Secondo l'art. 106 del Testo Unico della Finanza, chiunque acquisti la maggioranza assoluta o relativa (rappresentata dal 30% in Italia) è obbligato a promuovere un'offerta di acquisto:

- totalitaria (rivolta a tutti i possessori di titoli)
- e ad un prezzo non inferiore a quello pagato per il pacchetto di maggioranza⁶⁷. E' imposto, dunque, l'obbligo di offrire al mercato le stesse condizioni pattuite con il socio di maggioranza.

Così l'art. 106:

“Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggioranza dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso.

Nelle società diverse dalle PMI l'offerta ... è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata.

Gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa (dal 30%), comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento...

Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione (alla Consob della decisione o dell'obbligo di effettuare un'offerta totalitaria), per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo

⁶⁷ Sul punto, *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F*, art. 106.

non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile..⁶⁸”

- il costo di non aver valutato correttamente la capacità e le prospettive dell’impresa una volta quotata⁶⁹.

Non sempre infatti la quotazione è la strada migliore da intraprendere in quanto si potrebbe tradurre in un vero e proprio fallimento. L’accesso al mercato finanziario fornisce denaro fresco, nuove risorse alla società quotanda, ma solo se i risparmiatori sono propensi ad investire. Ciò vuol dire che “la società deve essere appetibile agli occhi di un investitore esterno”. La disponibilità e la volontà ad investire dipendono da alcuni fattori quali:

- risultati storici stabili e positivi
- meccanismi di gestione trasparenti e rigorosi
- una chiara e trasparente informativa fornita al pubblico
- concreti piani e prospettive di sviluppo
- politica di dividendo appagante

Non tutti i fattori citati vengono valutati allo stesso modo; alcuni investitori potrebbero essere più interessati ai progetti di investimento e a risultati di lungo termine, altri invece, potrebbero preferire una politica di dividendo più generosa ed essere interessati ai risultati di breve periodo.

Il tipo di strategia da porre in essere condiziona quelli che saranno i futuri investitori. In funzione di questo, occorre aver chiaro che tipo di soggetti si vuole attrarre ed attuare di conseguenza una gestione coerente con i loro interessi.

- una riorganizzazione aziendale necessaria per adeguarsi allo status di società quotata⁷⁰.

Qualsiasi tipo di cambiamento determina costi ma anche difficoltà, sia nell’implementare nuove procedure e strutture, sia nell’adattarsi alle stesse. Si tratta di un cambiamento culturale che impone di adeguare le proprie competenze e di acquisirne di nuove.

⁶⁸ Sul punto, *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, cit.*

⁶⁹ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 37 ss.

⁷⁰ *Ibidem*

Ciò viene visto in modo negativo dall'imprenditore che si trova a dover affrontare una serie di novità, ma, in realtà, l'organizzazione non può che beneficiare dalle trasformazioni che la rendono più trasparente ed efficiente.

- i costi da sostenere pre quotazione e post quotazione⁷¹.

Si possono distinguere due tipologie di costi: quelli *indiretti* e quelli *diretti*.

I primi sono legati alle modifiche che una società deve apportare alla propria struttura e gestione al fine di rendersi compatibile con quanto richiesto dal processo di ammissione alla quotazione. Si tratta di costi necessari a rendere l'organizzazione maggiormente trasparente verso il mercato ed in grado di fornire l'informativa periodica richiesta dallo status di quotata⁷².

I secondi invece, come sostiene l'autore del testo "Il mercato Expandi", possono essere classificati in:

1. costi *impliciti*, che vengono sostenuti nella fase iniziale quando il prezzo di emissione è inferiore rispetto al "fair value", ossia il prezzo riconosciuto dal mercato (cd. *Underpricing*). Tale fenomeno indica l'alto rendimento dei titoli appena ammessi alla negoziazione, ma anche uno sconto offerto dalla società per raccogliere capitale sul mercato⁷³.
2. e costi *espliciti*, sostenuti sia in fase di ammissione che successivamente⁷⁴.

In fase di ammissione, la società è tenuta a sostenere:

- il costo per i vari intermediari coinvolti (*sponsor e consorzio di collocamento*). Il costo dipende da una serie di fattori tra cui la dimensione e le condizioni dell'offerta. Viene riconosciuto agli stessi un compenso scindibile in tre componenti: *management fee* (compenso per attività di direzione e coordinamento del consorzio), *underwriting fee* (compenso connesso con il servizio di garanzia del buon esito dell'offerta, secondo il quale i collocatori si impegnano a sottoscrivere i titoli rimasti invenduti) e *selling fee* (compenso per la vendita dei titoli). Inoltre, in caso di processi di quotazione avviati ma non conclusi, viene corrisposta una *termination fee*, vista come percentuale della management fee, e crescente in base allo stadio di completamento dell'operazione⁷⁵.

⁷¹ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 153 ss.

⁷² Sul punto, Perrini F., *op. cit.*, p. 191 ss.

⁷³ Ibidem, p. 194 ss.

⁷⁴ Ibidem, p. 153 ss.

⁷⁵ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 154 ss.

- costo del *road show*, necessario per far conoscere la società, il proprio management e la propria offerta alla comunità degli investitori⁷⁶.
- costo per la *società di revisione*.
- costo per i *consulenti legali* che assistono la società negli adempimenti necessari per la quotazione.
- costo di *pubblicità*, legato alla diffusione e comunicazione alla comunità dei prospekti informativi.
- *entry fee* da corrispondere a Borsa Italiana⁷⁷.

Nella fase post quotazione, la società deve sostenere:

- costo per la *società di revisione* per la certificazione annuale del bilancio e per l'informativa periodica da diffondere.
 - costo per i *compensi periodici* dovuti a Borsa Italiana, Consob (per l'attività di vigilanza) e alla Monte Titoli (per l'attività di gestione dei titoli)⁷⁸.
 - costo dello *sponsor*, intermediario che permane anche una volta ammessa alla quotazione.
 - costo dello *specialist*, per sostenere la liquidità del titolo.
- la deducibilità degli interessi passivi limita incentiva il finanziamento tramite capitale di debito.

Infatti, secondo l'art. 96 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR), "Gli interessi passivi e gli oneri assimilati ... sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza e' deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica. La quota del risultato operativo lordo ... non utilizzata per la deduzione degli interessi passivi e degli oneri finanziari di competenza, puo' essere portata ad incremento del risultato operativo lordo dei successivi periodi d'imposta."⁷⁹.

⁷⁶ Sul punto, Borsa Italiana, *GLOSSARIO-ROAD SHOW*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Road%20Show>

⁷⁷ Sul punto, Perrini F., *op. cit.*, p. 191 ss.

⁷⁸ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 156.

⁷⁹ TUIR - Testo Unico delle imposte sui redditi - D.P.R. del 22 Dicembre 1986 n. 917, art. 96.

Ciò giustifica la preferenza delle imprese a raccogliere risorse finanziarie tramite capitale di debito anziché tramite incrementi di capitale proprio⁸⁰.

- la commistione tra patrimonio familiare e imprenditoriale viene meno.

Nell'impresa di tipo familiare l'imprenditore non ha vincoli alla propria libertà decisionale, tanto che, al fine di ridurre gli oneri fiscali, potrebbe essere incentivato a rendere poco trasparente la separazione tra il proprio patrimonio e quello dell'impresa. Un tipico esempio è dato dal trasferimento dei profitti in capo ai membri della famiglia.

La quotazione fa venir meno questo "privilegio" in quanto impone la diffusione periodica e continua dell'informativa finanziaria, privilegiando trasparenza e qualità dell'emittente⁸¹.

- la certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato sono concepiti, a volte, come un vincolo da parte dell'imprenditore che è tenuto a comunicare ogni aspetto della propria attività.

In realtà, la comunicazione dei risultati economici e finanziari rende l'attività d'impresa più trasparente e chiara agli occhi degli investitori. Non solo, anche il management beneficia dalla redazione del bilancio, in quanto strumento d'aiuto per comprendere i risultati e le aree di criticità su cui dover intervenire⁸².

Concludendo, la decisione di entrare in borsa deve essere vista come un punto di partenza per perfezionarsi e per costruire un'impresa diversa. La quotazione non deve essere solo una scelta per migliorare la struttura finanziaria, ma deve essere concepita anche come una scelta strategica. La possibilità di effettuare acquisizioni, nuovi investimenti e di diversificare la propria attività può condurre al successo. La continua diffusione al mercato dell'informativa periodica incentiva il management ad operare efficientemente, in linea con gli interessi della proprietà e con l'obiettivo di creare valore per tutta la comunità.

La quotazione, impattando su tutti gli stakeholders, rappresenta dunque un momento di fondamentale importanza nella vita della società. Come precedentemente analizzato, l'entrata in borsa comporta una serie di benefici; di conseguenza, i costi da sostenere possono essere visti più come un investimento che come un onere a carico della società. Risulta

⁸⁰ Cfr. *Dividendi deducibili per favorire la quotazione*, Il Sole 24 Ore, 23 Aprile 2011; cfr. anche, Dessy A., *Autofinanziamento e sviluppo dell'impresa*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001, p. 77 ss.

⁸¹ Cfr. Vender J., Gervasoni A., Dessy A., *op. cit.*, p.151 ss.

⁸² Ibidem

comunque essenziale valutare i pro e i contro dell'operazione stessa, le capacità e le prospettive dell'impresa. Qualora i benefici ottenibili giustificano il sostenimento dei relativi costi, allora la quotazione è la strategia migliore per la creazione di valore nel lungo periodo⁸³.

⁸³ Si veda, Perrini F., *op. cit.*, p. 156 ss.

4. I mercati di Borsa Italiana

Come già esaminato, Borsa Italiana si è fusa nel 2007 con la Borsa di Londra nel 2007 dando origine al London Stock Exchange Group.

Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni su una serie di mercati: il mercato obbligazionario, dei derivati, dei securitised derivatives, degli ETF e degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati, ed infine, il mercato quello azionario⁸⁴.

4.1. Il mercato obbligazionario

Il *mercato obbligazionario* si articola in:

- MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato), unico mercato obbligazionario regolamentato italiano nato nel 1994⁸⁵. “L’obiettivo è quelli di facilitare l’investimento nel mercato obbligazionario, rendendo lo stesso più efficiente e trasparente. Tale mercato si suddivide a sua volta in due segmenti, sulla base del sistema di liquidazione utilizzato:

- DomesticMOT,
- EuroMOT.

Sul primo sono negoziati Titoli di Stato e altri titoli di debito liquidati attraverso il sistema di liquidazione nazionale, Monte Titoli; sul secondo invece, la liquidazione avviene tramite sistemi esteri”⁸⁶.

- ExtraMOT, sistema multilaterale di negoziazione (MTF) di Borsa Italiana per gli strumenti obbligazionari⁸⁷. Al suo interno, è nato il segmento ExtraMOT Pro, dedicato alla negoziazione degli strumenti di debito delle PMI e riservato ad investitori professionali⁸⁸.

⁸⁴ Si veda, Borsa Italiana, *Chi siamo*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

⁸⁵ Cfr. Borsa Italiana, *FORMAZIONE-MOT*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercato-mot-lastrutturae-le-caratteristiche-del-mercato/il-mot-struttura-e-segmentazione.htm>

⁸⁶ Ibidem

⁸⁷ Cfr. Borsa Italiana, *FORMAZIONE-EXTRAMOT*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercatoextramot/ilmercatoextramot.htm>

⁸⁸ Ibidem

4.2. Il mercato dei derivati

Il *mercato italiano dei derivati*, invece, è l'IDEM. Tutti i contratti conclusi su tale mercato vedono la Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), che fa parte del London Stock Exchange Group, svolgere un ruolo di intermediario tra domanda ed offerta al fine di assicurare il buon esito dell'operazione stessa, eliminando il rischio di controparte⁸⁹.

L'IDEM si articola in tre segmenti:

- IDEM Equity, sul quale sono negoziati features e opzioni su azioni sia italiane che europee;
- IDEX, sul quale sono negoziati derivati che riguardano l'energia elettrica italiana;
- AGREX, riguarda la negoziazione dei derivati agricoli ed in particolare quelli sul grano duro⁹⁰.

4.3. Il mercato dei SEDEX

Il mercato dei *SEDEX (securitised derivatives)* nasce nel 2004 ed è dedicato alla negoziazione di *certificates* e *covered warrants*. Esso sostituisce il precedente MCW (mercato dei covered warrant) a causa dell'incremento negli scambi dei certificates⁹¹.

4.4. Il mercato degli ETF e degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati

Il mercato degli *ETF* e degli *strumenti finanziari derivati cartolarizzati (ETC/ETN)* è l'*ETFplus*⁹².

⁸⁹ Si veda, Borsa Italiana, *IDEM, il mercato italiano dei derivati, un'opportunità ad alto potenziale*, Ottobre 2014, disponibile su http://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/brochure/idembrochure_pdf.htm

⁹⁰ Cfr. Borsa Italiana, *IDEM, il mercato italiano dei derivati, un'opportunità ad alto potenziale*, cit.; si veda anche Borsa Italiana, *Borsa Italiana lancia AGREX*, 21 Gennaio 2013, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2013/agrex.htm>

⁹¹ Cfr. Borsa Italiana, *Formazione-storia del mercato*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/cw-e-certificates/formazione/storiadelmercato/lastoriadelmercatosedex.htm>

⁹² Si veda, Borsa Italiana, *FORMAZIONE-SEGMENTAZIONE*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/segmentazioneemicrostrutturamercatoetfplus/etfplussegmentazioneemicrostruttura.htm>

Gli ETF (Exchange Traded Fund) sono fondi d'investimento che hanno come obiettivo quello di replicare l'indice al quale si riferiscono tramite una gestione totalmente passiva⁹³.

Gli Exchange Traded Commodities (ETC) sono strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento o in materie prime fisiche o in contratti derivati su materie prime. Come gli ETF, gli ETN hanno come scopo replicare la performance del sottostante⁹⁴.

Gli Exchange Traded Notes (ETN) sono, invece, emessi a fronte dell'investimento nel sottostante (diverso dalle commodities) o in contratti derivati sullo stesso. Al pari degli ETD e degli ETC, gli ETN replicano la performance del sottostante⁹⁵.

4.5. Il mercato azionario

Il *mercato azionario* si articola in:

- MTA (Mercato Telematico Azionario)
- MIV (Mercato degli Investment Vehicle)
- AIM Italia

4.5.1. Il mercato telematico azionario

Sul *Mercato Telematico Azionario* vengono negoziate le “azioni (ordinarie, privilegiate e di risparmio), obbligazioni convertibili, warrant e diritti d'opzione”⁹⁶. “MTA è il mercato per le imprese di media e grande capitalizzazione che mirano ad allinearsi ai migliori standard internazionali, a raccogliere capitali dall'Italia e dall'estero, garantendo un'elevata liquidità dei propri titoli”⁹⁷.

⁹³ Si veda, Borsa Italiana, *FORMAZIONE-COS'E' UN ETF*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>

⁹⁴ Cfr. Borsa Italiana, *FORMAZIONE-COS'E' UN ETC*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/cosaunetc/cosaunetc.htm>

⁹⁵ Cfr. Borsa Italiana, *FORMAZIONE-COS'E' UN ETN*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/cosaeunetn/cosaeunetn.htm>

⁹⁶ Cfr. Borsa Italiana, *GLOSSARIO-MTA*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=MTA>

⁹⁷ Cfr. Borsa Italiana, *MTA-PERCHE' MTA*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mta/perche/perchemta.htm>

Tale mercato si articola in segmenti, in base alla capitalizzazione e liquidità degli strumenti negoziati. Gli indici rappresentativi di ogni segmento sono:

- *FTSE MIB* (include le prime 40 imprese i cui titoli presentano un maggior grado di capitalizzazione e liquidità)
- *FTSE Italia Mid Cap* (include i titoli delle successive 60 imprese con maggior grado di capitalizzazione e liquidità)
- *FTSE Italia Small Cap* (include i titoli non facenti parti dei primi due segmenti, che presentano requisiti minimi di liquidità e flottante). Un indice rappresentativo dei tre appena citati è il *FTSE Italia All Share* che include quindi i titoli del FTSE Mib, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap
- *FTSE Italia Micro Cap* (include tutti i titoli non presenti nell'indice FTSE Italia All Share per carenza di liquidità)
- *FTSE Italia STAR* (include le società del segmento STAR ossia società che rispettano requisiti elevati in termini di liquidità, trasparenza informativa e corporate governance). Tali società, in base al grado di capitalizzazione e liquidità, fanno parte anche di altri indici⁹⁸. Le imprese quotate in tale segmento godono di benefici in termini di maggior visibilità e affidabilità rispetto alle altre non quotate nel segmento STAR⁹⁹.
- l'ultimo segmento è l'*MTA International* sul quale vengono negoziati alcuni tra i titoli più liquidi dell'aerea euro già ammessi in altri mercati comunitari. La caratteristica di tali strumenti finanziari è che non fanno parte di nessun indice di Borsa Italiana¹⁰⁰.

L'ammissione al mercato MTA prevede il rispetto di requisiti formali e sostanziali.

I primi sono diversi a seconda che l'impresa si trovi in fase di ammissione alla quotazione o nella fase post quotazione.

4.5.1.1. I requisiti formali in fase di IPO

Nella fase di IPO (Offerta pubblica iniziale), la società procede a collocare, per la prima volta, i propri titoli presso il pubblico. L'operazione può configurarsi come Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), come offerta pubblica di vendita (OPV), ma anche come una

⁹⁸ Borsa Italiana, *MTA-MERCATO MTA*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mta/home/mta-mercato-telematico-azionario.htm>; Cfr. anche Borsa Italiana, *MTA-PERCHÉ MTA*, cit.

⁹⁹ Sul punto, Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, Ottobre 2013, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/piu-borsa/quotarsiinborsa/presentazionemercati.pdf>

¹⁰⁰ Sul punto, Borsa Italiana, *MTA-MTA INTERNATIONAL*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mta/mta-international/mta-international.htm>

combinazione delle due, ossia come Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS). L'OPS consiste nel collocare presso il pubblico titoli di nuova emissione attraverso aumenti di capitale. In tal modo la società è in grado sia di creare il flottante necessario per l'ammissione a quotazione sia di reperire nuove risorse finanziarie. L'OPV consiste invece nel collocare presso il pubblico titoli già esistenti¹⁰¹.

I requisiti da rispettare in fase di IPO, relativamente al mercato telematico azionario, sono i seguenti:

Flottante	25%
Bilanci certificati	3
Principi contabili	Internazionali
Offerta	Istituzionale / retail
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT
Market cap (€)	Min €40 mil
CDA (n. indipendenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)
Incentivi al Top Management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)
Investor Relator	Raccomandato
Sito web	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor / Global coordinator

Fonte: Borsa Italiana

Sono previsti requisiti diversi nel caso di quotazione nel segmento STAR¹⁰²:

Flottante	35%
Bilanci certificati	3
Principi contabili	Internazionali
Offerta	Istituzionale / retail
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT
Market cap (€)	Min €40 mil- Max 1 bn
CDA (n. indipendenti)	Obbligatorio
Comitato Controllo e Rischi	Obbligatorio
Comitato Remunerazione	Obbligatorio
Incentivi al Top Management	Obbligatorio
Investor Relator	Obbligatorio

¹⁰¹ Si veda anche, Parrini L., *op. cit.*, p. 147.

¹⁰² Borsa Italiana, *MTA-MTA INTERNATIONAL*, cit.

Sito web	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor / Global coordinator

Fonte: Borsa Italiana

4.5.1.2. I requisiti formali post IPO

Per il mercato MTA:

Codice di Corporate Governance	Comply or explain
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)
Informativa	Fornire informativa price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi
OPA	TUF- 30%per obbligatoria; 60%per preventiva; 90% 95% per preventiva
Dati trimestrali	Entro 45 giorni da chiusura trimestre
Dati semestrali	Entro 60 giorni da chiusura semestre
Dati annuali	Pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana

Per il segmento STAR:

Codice di Corporate Governance	Parzialmente obbligatorio
Specialist	Obbligatorio (liquidity provider e incontri con investitori)
Informativa	Fornire informativa price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi
OPA	TUF- 30%per obbligatoria; 60%per preventiva; 90% 95% per preventiva
Dati trimestrali	Entro 45 giorni da chiusura trimestre
Dati semestrali	Entro 60 giorni da chiusura semestre
Dati annuali	Pubblicazione entro 90 giorni da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana

4.5.1.3. I requisiti sostanziali

I requisiti sostanziali riguardano invece aspetti quali una buon posizionamento sul mercato, una struttura finanziaria coerente il proprio fabbisogno, sostenibilità dei progetti di investimento futuri, autonomia gestionale, potenzialità dell'impresa di generare reddito sulla

base del suo business e delle sue caratteristiche manageriali¹⁰³. Si tratta di aspetti che favoriscono il successo dell'impresa e la creazione di valore per gli shareholders¹⁰⁴.

4.5.2. Il mercato degli Investment Vehicle

Proseguendo, il mercato azionario si articola anche nel *Mercato degli Investment Vehicle (MIV)*, dedicato ai fondi alternativi di investimento (FIA), il cui obiettivo principale è quello di garantire visibilità, trasparenza e liquidità¹⁰⁵. Possono quotarsi sul MIV, nella forma di FIA:

- Investment companies;
- Fondi di private equity, che investono nel capitale di rischio di società non quotate ma ad alto potenziale di crescita¹⁰⁶;
- Fondi chiusi immobiliari;
- Fondi specializzati, fondi multi strategy, fondi di fondi.

Possono anche quotarsi:

- Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC), costituite al fine di raccogliere risorse finanziarie per effettuare operazioni di fusione o acquisizione di aziende¹⁰⁷;
- Le società, diverse dai FIA, con una strategia di investimento non ancora completata¹⁰⁸.

4.6. La normativa di riferimento

Non si può prescindere da un'analisi della normativa di riferimento per gli strumenti finanziari negoziati sul mercato borsistico.

¹⁰³ Cfr. Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, cit.

¹⁰⁴ Cfr. Borsa Italiana, *MTA-PERCHE' MTA*, cit.

¹⁰⁵ Cfr. Borsa Italiana, *MIV*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/miv/home/miv.htm>

¹⁰⁶ Cfr. Borsa Italiana, *GLOSSARIO-PRIVATE EQUITY*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Private%20Equity>

¹⁰⁷ Cfr. Borsa Italiana, *Special Purpose Acquisition Vehicles*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spac-163.htm>

¹⁰⁸ Borsa Italiana, *MIV*, cit.

Il testo di riferimento è il *D. Lgs 58/1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996 o TUF)*¹⁰⁹. In particolare, “disciplina degli emittenti” è contenuta nella parte IV:

- è previsto l’obbligo di informazione preventiva alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione nel caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari; “ il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti”¹¹⁰;
- sono disciplinate le offerte pubbliche di acquisto o di scambio anche obbligatorie¹¹¹;
- è previsto l’obbligo di comunicare al pubblico informazioni in merito agli assetti proprietari e ai codici di comportamento ai quali la società aderisce¹¹²;
- sono tutelate le minoranze (ad esempio, l’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto totalitaria in caso di superamento della soglia del 30% è volto ad evitare che il socio di maggioranza benefici di un prezzo di vendita più alto rispetto alla minoranza).

Oltre alla normativa sopra citata, occorre far riferimento alla disciplina emanata dalla Consob: il “*Regolamento attuativo*” di alcune norme previste dal TUF¹¹³. Si fa riferimento alle norme del TUF in tema di offerta pubblica di acquisto, di prospetto informativo, di diritti di voto, di informativa obbligatoria, periodica e privilegiata, di revisione contabile, ecc. L’art. 11 del Regolamento prevede ad esempio la “validità comunitaria dell’approvazione del prospetto”: in caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari in un altro Stato membro dell’Unione europea, non è richiesta l’approvazione del prospetto da parte dell’autorità competente dello Stato ospitante purché quest’ultima riceva dall’autorità competente dello

¹⁰⁹ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F*

¹¹⁰ Decreto Legislativo n. 58 del 1998, art. 94 comma 1 e 2

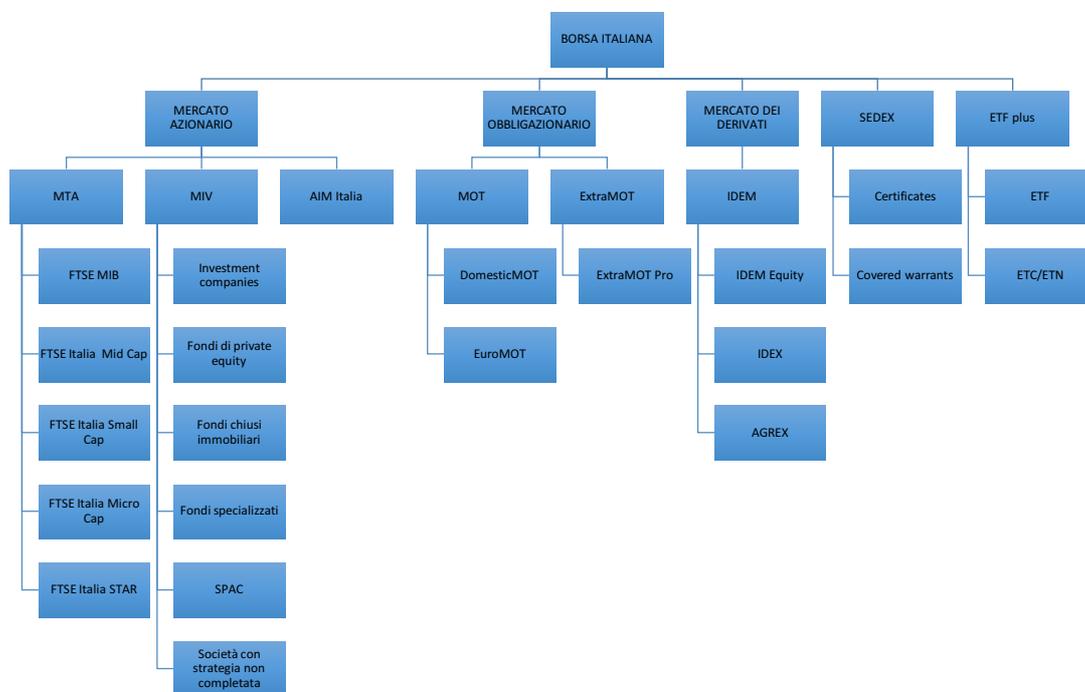
¹¹¹ *Ibidem*, artt. 101 bis e ss.

¹¹² *Ibidem*, artt. 120 ss.

¹¹³ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato)

Stato d'origine un certificato di approvazione attestante che il prospetto è stato redatto conformemente alle disposizioni comunitarie e una copia del prospetto approvato¹¹⁴.

Infine, Borsa Italiana ha emanato il “*Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*”¹¹⁵ in cui vengono definite le condizioni per essere ammessi alla quotazione, la procedura di ammissione, i requisiti per la permanenza sul mercato, le regole di condotta tra operatori e Borsa Italiana e gli strumenti ammessi alla negoziazione sui mercati.



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana

¹¹⁴ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, cit., art. 11; si veda anche, Parrini L., *op. cit.*, p. 68.

¹¹⁵ *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, Deliberato dall’Assemblea di Borsa Italiana del 28 giugno 2011 e approvato dalla Consob con delibera n. 17904 del 25 agosto 2011

5. Il mercato AIM Italia

5.1. Cos'è il Mercato AIM Italia

Il mercato AIM Italia è il mercato dedicato alle PMI Italiane ad alto potenziale di crescita che cercano visibilità e risorse finanziarie da poter investire. Si tratta di un sistema multilaterale di negoziazione (Multilateral Trading Facilitied MTF) gestito da Borsa Italiana¹¹⁶.

AIM Italia nasce nel 2008 quando già era presente un altro mercato al quale le PMI Italiane potevano accedere: il MAC (Mercato Alternativo dei Capitali). Nel 2012 AIM Italia consolida la sua attività in quanto vengono accorpati i precedenti mercati AIM Italia e MAC, diventando quindi l'unico mercato dedicato alle PMI¹¹⁷.

Il mercato in esame è improntato sulla struttura del mercato AIM inglese che vanta oltre 20 anni di esperienza, ma fa anche riferimento alle caratteristiche e esigenze delle imprese italiane.

Numerosi fattori hanno permesso al mercato AIM di attirare la quotazione di molte aziende negli ultimi anni. La riduzione dei prestiti bancari a causa della crisi finanziaria, la consapevolezza che il ricorso al capitale di credito non è né sufficiente né efficiente per finanziare progetti di investimento, la volontà di migliorare la struttura finanziaria e di garantire visibilità alla propria attività hanno incentivato le aziende a quotarsi sul mercato AIM Italia. Oggi conta 74 società quotate ed una capitalizzazione complessiva di 2,8 miliardi¹¹⁸.

I fattori che hanno garantito e continuano a garantire il successo di tale mercato sono:

- la richiesta di minori adempimenti sia nella fase pre che post quotazione (requisiti di ammissione e permanenza semplificati);
- tempistiche meno stringenti e costi più contenuti rispetto a quanto previsto nel mercato MTA;
- un processo semplificato che permette alle aziende di quotarsi, di patrimonializzarsi e di migliorare la propria organizzazione;

¹¹⁶ Si veda, Borsa Italiana, *AIM ITALIA- COS'E' AIM ITALIA*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.htm>

¹¹⁷ Ibidem

¹¹⁸ Cfr. Borsa Italiana, *Analisi e statistiche*, disponibile su http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/aimitaliastat/2016/aimitalia201603_pdf.htm

- visibilità internazionale¹¹⁹.

Inoltre, la quotazione su AIM Italia da almeno 18 mesi consente il passaggio al mercato MTA con adempimenti ridotti, semplificando documentazione da presentare e tempistiche da rispettare¹²⁰.

La disciplina propria del mercato AIM Italia si basa su¹²¹:

- le “*Disposizioni generali per l’AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale*”;
- il “*Regolamento emittenti AIM-Italia*” (diverso dal regolamento emittenti di cui si è precedentemente discusso);
- il “*Regolamento Nominated Advisers*”;
- il “*Regolamento degli operatori e delle negoziazioni*”;
- il “*Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni*”.

5.2. I market players del mercato AIM Italia

5.2.1. Il Nomad

Un ruolo centrale è assunto dal *Nomad (Nominated Adviser)*. Secondo l’art.1 del Regolamento emittenti AIM Italia, “ai fini dell’ammissione, l’emittente deve procedere alla nomina del nominated adviser. Una volta ammesso, l’emittente AIM Italia deve mantenere in via continuativa un nominated adviser (che) valuta l’appropriatezza dell’emittente per l’ammissione ... e rilascia a Borsa Italiana la dichiarazione (sulla società)”¹²². “A seguito dell’ammissione, il nominated adviser assiste e supporta l’emittente AIM Italia

¹¹⁹ Si veda, Borsa Italiana, *AIM ITALIA- COS’E’ AIM ITALIA*, cit.

¹²⁰ Cfr. Lambiase A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2015, p. 24 ss.

¹²¹ Cfr. *AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Disposizioni generali*, 15 Settembre 2014 in cui viene prevista anche una disciplina transitoria per le società già ammesse su AIM Italia o MAC prima del 2012. “Per le società AIM Italia le nuove disposizioni si applicano dal 1 marzo 2012. In tema di operazioni con parti correlate il termine ultimo per l’adeguamento delle procedure è il 31 maggio 2012. Per le società MAC, la permanenza alle negoziazioni sul mercato AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale sarà condizionata al rilascio di una attestazione da parte del Nominated Adviser a cui la società ha conferito l’incarico ...”; una disciplina a parte è prevista poi per “le società che sono state ammesse al MAC entro 1 mese dall’avvio operativo del nuovo mercato”.

¹²² Borsa Italiana, *Aim Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Regolamento Emittenti*, 1 Marzo 2012, art. 1 comma 1 e 2.

nell'assolvimento dei propri compiti e delle proprie responsabilità così come esplicitate e derivanti dal Regolamento Emittenti”¹²³.

Per essere qualificato come Nomad, occorre soddisfare una serie di requisiti previsti dal Regolamento Nominated Advisers. Ma, nonostante un soggetto soddisfi i criteri in oggetto, potrebbe comunque non ottenere la qualifica in quanto Borsa Italiana, “ai fini di preservare la reputazione e l'integrità dell'AIM Italia, si riserva la facoltà di respingere una domanda o di imporre ulteriori condizioni eventualmente ritenute appropriate”¹²⁴.

Il soggetto richiedente la qualifica di Nomad, deve:

- “essere una banca o una impresa di investimento comunitaria o una impresa appartenente a una rete di società di revisione legale ... Questa ultima deve essere una società di capitali che ha costituito un consiglio di amministrazione e nominato un collegio sindacale (le persone fisiche non possono essere Nominated Adviser) nota al mercato e con adeguata professionalità”
- “sottoporre il bilancio al giudizio di un revisore legale o una società di revisione legale”
- “avere esercitato attività di corporate finance per un periodo di tempo adeguato (che sarà di norma pari ad almeno due anni) e avere, come soggetto nel suo complesso, un'esperienza adeguata nel fornire consulenza professionale e di qualità in relazione ad operazioni di corporate finance (avendo effettuato un numero di operazioni rilevanti)”
- “avere un numero di dipendenti sufficiente per svolgere le attività richieste”
- “avere key executives, dotati di adeguata professionalità ed esperienza comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti e di un'adeguata competenza tecnica in corporate finance e in pratiche di mercato. Detti soggetti devono inoltre avere una solida comprensione del quadro legale e regolamentare relativo alle attività di corporate finance e conoscenza del presente Regolamento e del Regolamento Emittenti”
- “avere in essere adeguati controlli e procedure al fine di rispettare il presente Regolamento (come specificato nel manuale di compliance in materia di corporate

¹²³ Borsa Italiana, *Aim Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Regolamento Nominated Advisers*, 1 Luglio 2015.

¹²⁴ *Regolamento Nominated Advisers*, cit., art. 1.

finance). Per le banche e le imprese di investimento questo criterio si intende già soddisfatto”¹²⁵.

Il Nomad deve agire con professionalità, diligenza ed essere “indipendente dall’emittente AIM Italia per il quale si presenta la domanda di ammissione”¹²⁶.

5.2.2. Il Global Coordinator

Altra figura è quella del *Global Coordinator*, la cui attività può essere svolta da “banche di investimento, italiane o estere che hanno l’autorizzazione a svolgere servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico Bancario (D.Lgs. 385/1993 o TUB) o da qualsiasi altro intermediario finanziario compreso nell’elenco speciale dell’art.107 del TUB”¹²⁷. Egli è responsabile del collocamento dei titoli e della definizione del relativo prezzo, occupandosi quindi della gestione dei consorzi di collocamento. Gestisce anche il bookbuilding, ossia la raccolta di ordini da parte degli investitori istituzionali¹²⁸. Svolge un’importante anche nella fase post-quotazione in quanto si occupa di stabilizzare i prezzi stessi. La figura del Global Coordinator potrebbe inoltre coincidere con quella del Nomad¹²⁹.

5.2.3. Lo specialist

Il regolamento emittenti prevede inoltre che la società mantenga “in via continuativa uno specialista”¹³⁰. Lo *specialist* si impegna a garantire la liquidità dei titoli su AIM Italia mediante l’acquisto e la vendita degli stessi, svolgendo l’attività di market maker¹³¹.

5.2.4. I consulenti legali

I *consulenti legali* non possono mancare durante il processo di quotazione in quanto il loro compito è quello di assistere l’emittente e il Nomad in tutte le problematiche di carattere legale¹³².

¹²⁵ *Regolamento Nominated Advisers*, cit., art. 2.

¹²⁶ *Ibidem*, artt. 13 e 18.

¹²⁷ Cfr. Borsa Italiana, *GLOSSARIO-GLOBAL COORDINATOR*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Global%20Coordinator>

¹²⁸ Si veda, Parrini L., *op. cit.*, p. 102.

¹²⁹ Cfr. Lambiase A., *op. cit.*, p. 49 ss.

¹³⁰ Cfr. *Regolamento emittenti*, cit., art. 35.

¹³¹ Sul punto, Mancaruso M., Ferragina F., La Ferla L., *Aim Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2009, 8-9, p. 716.

¹³² Si veda, Lambiase A., *op. cit.*, p. 49 ss.

5.2.5. L'advisor finanziario

Altra figura è quella dell'*advisor finanziario* che assiste ed integra le attività del management nella preparazione dell'organizzazione alla quotazione. Analizza la ragionevolezza della decisione di quotazione, assiste la società nella scelta degli altri consulenti, consiglia modifiche societarie da effettuare per rendersi compatibile con il processo in atto, implementa il sistema di controllo di gestione, effettua un'attività di supporto nella preparazione del business plan e analizza la situazione finanziaria e patrimoniale della società¹³³.

5.2.6. La società di revisione

Non può mancare la *società di revisione* che si occupa della revisione delle informazioni storiche (bilanci d'esercizio), previsionali, e di quelle presenti nel documento di ammissione.

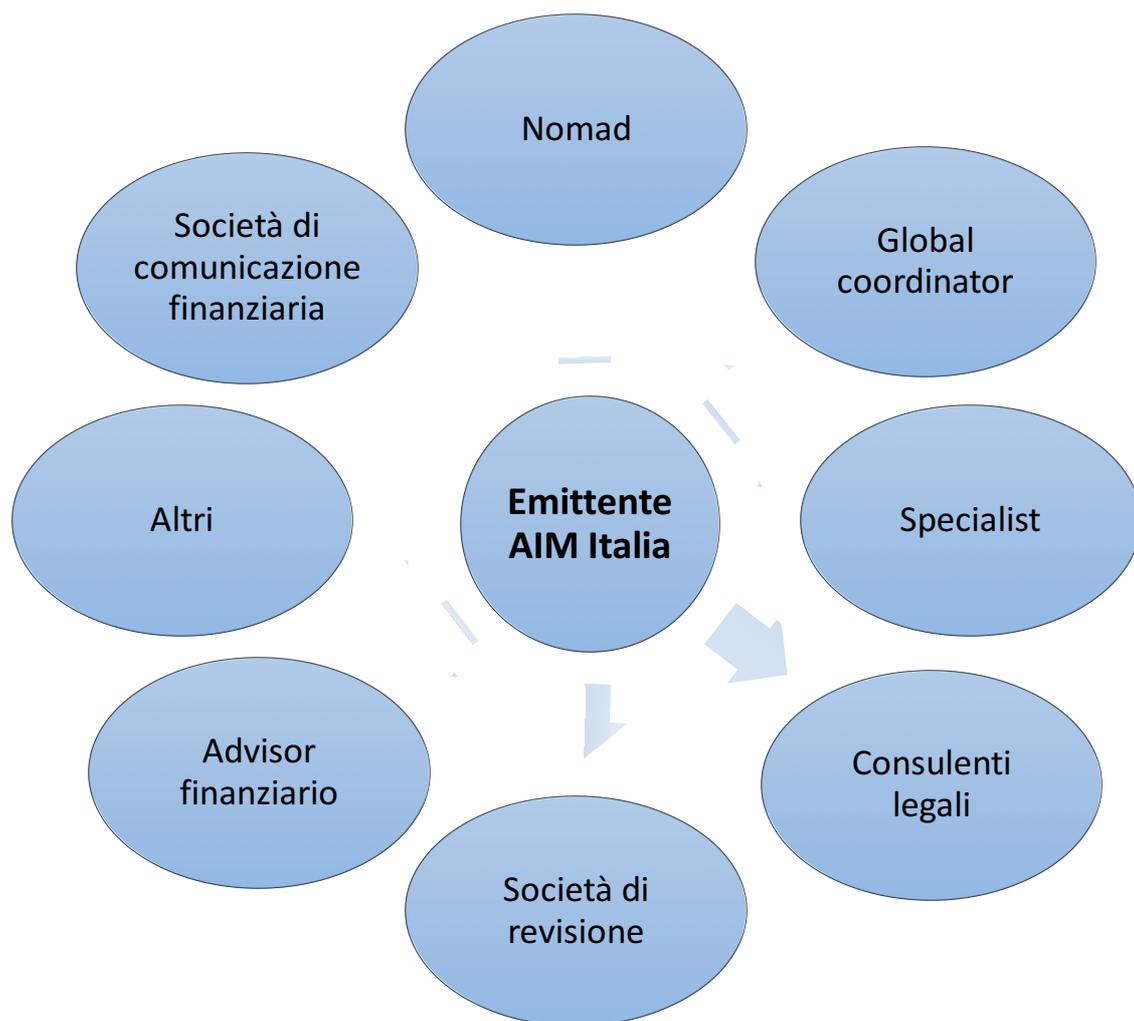
5.2.7. La società di comunicazione finanziaria

La *società di comunicazione finanziaria* che ha il compito di far conoscere la società al mercato, promuoverne l'immagine e renderla appetibile agli occhi degli investitori. L'obiettivo è dunque quello di "massimizzare l'interesse per l'impresa"¹³⁴. Organizza i roadshow e assiste la società a stabilire un buon sistema di comunicazione finanziaria nel periodo post quotazione. L'attività svolta è di tipo strategico in quanto le società che si affacciano sul mercato AIM Italia sono PMI, e poche di loro sono già conosciute dal pubblico.

Quelli appena citati sono gli attori più comuni presenti durante e successivamente la quotazione, ma ciò non vieta alla società di dotarsi di *altri advisor* per meglio valorizzare l'entrata in borsa e garantire il buon esito dell'operazione.

¹³³ Si veda, Lambiase A., *op. cit.*, p. 49 ss.

¹³⁴ Si veda, Mancaruso M., Ferragina F., La Ferla L., *op. cit.*, pag. 717.



5.3. I requisiti di ammissione

Ai fini dell'ammissione, è richiesto il rispetto di requisiti in termini formali e sostanziali. Quelli formali sono diversi in base al mercato sul quale una società intende quotarsi; varia ad esempio il flottante, la documentazione e la dimensione aziendale richiesta.

5.3.1. I requisiti formali

I requisiti formali richiesti per quotarsi sul mercato AIM Italia e per permanere sullo stesso, sono differenti e meno stringenti rispetto a quelli previsti per essere ammessi sul mercato MTA o STAR.

5.3.1.1. Requisiti formali in fase di IPO

Di seguito si illustrano le differenze sui mercati MTA, STAR e AIM Italia:

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Istituzionale
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
Market cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n.indipendenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad

Fonte: Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, cit.

Come si nota dalla tabella esposta, non è richiesta una determinata capitalizzazione di mercato perché i titoli vengano ammessi alla negoziazione, non è richiesta neanche una struttura di governo societario standardizzata. Ciò che invece viene richiesto è:

- un flottante del 10%, per far sì che il titolo possa essere negoziato garantendo una certa liquidità dello stesso;
- un bilancio (se esistente) certificato da una società di revisione;
- la redazione del bilancio secondo i principi nazionali o internazionali;
- che l'offerta sia esclusivamente istituzionale;
- la predisposizione di un Documento di ammissione, redatto dalla società e controllato dal Nomad, che contiene informazioni in merito all'attività svolta, informazioni sull'emittente stesso, sulla sua struttura organizzativa, su operazioni con parti correlate ecc¹³⁵;

¹³⁵ Cfr. Lambiase A., *op. cit.*, p. 27 ss; si veda anche, *Regolamento emittenti*, cit.

- l'istituzione di un sito web, sul quale l'emittente deve mantenere un serie di informazioni dalla data di ammissione¹³⁶;
- l'obbligo di conferire l'incarico di advisor al Nomad.

5.3.1.2. Requisiti formali post IPO

Di seguito si illustrano le differenze sui mercati MTA, STAR e AIM Italia:

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (Regolamento AIM)
OPA	TUF – 30% per obbligatoria, 60% per preventiva , 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	NO
Dati semestrali	Si – entro 60 giorni da chiusura semestre	Si – entro 60 giorni da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, cit.

Come mostrato dalla tabella, non è richiesto alle società del mercato AIM Italia di aderire al Codice di Corporate Governance, né viene richiesto di pubblicare l'informativa trimestrale. L'informativa semestrale e annuale è invece obbligatoria, ma viene concessa la possibilità di allungare il termine entro il quale la stessa deve essere presentata. Sono previsti

¹³⁶ *Regolamento emittenti*, cit., art. 26; in particolare, le informazioni da mantenere sono: “una descrizione del proprio business e qualora sia una società di investimento, la propria politica di investimento; i nomi dei componenti dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo e brevi cenni biografici; una descrizione del sistema di governo societario in essere e informazioni su eventuali comitati interni (laddove esistenti) all'organo amministrativo e relative responsabilità; indicazione del Paese nel quale l'emittente è stato costituito e il principale Paese di operatività; nel caso in cui l'emittente AIM Italia non sia costituito in Italia, una dichiarazione che i diritti degli azionisti potrebbero essere differenti dai diritti degli azionisti di una società costituita in Italia; lo statuto; il più recente bilancio o rendiconto annuale pubblicato, le relazioni semestrali pubblicate e, ove redatti e resi pubblici, i resoconti intermedi di gestione o le relazioni trimestrali; tutti i comunicati che l'emittente AIM Italia ha diffuso negli ultimi 12 mesi; il documento di ammissione; informazioni dettagliate sul relativo nominated adviser ed altri eventuali consulenti chiave; informazioni dettagliate sugli azionisti significativi, inclusi il nome e le partecipazioni aggregate, sulla base delle comunicazioni effettuate all'emittente AIM Italia. Tali informazioni devono essere aggiornate almeno ogni sei mesi.”

poi obblighi informativi semplificati nel caso di operazioni con parti correlate, che, come definite dallo IAS 24, riguardano “trasferimenti di risorse, servizi o obbligazioni tra un’entità che redige il bilancio e una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo”. Come precedentemente analizzato, è obbligatorio mantenere uno specialist in qualità di market maker che si occupa di acquistare e vendere titoli a prezzi che non si discostino tra loro di una determinata percentuale stabilita da Borsa Italiana¹³⁷. Per quanto riguarda le informazioni price sensitive e le operazioni straordinarie, le società sono tenute a fornire un’informativa ai sensi del solo Regolamento Emittenti AIM Italia. La definizione di informazione “price sensitive” è fornita dall’art. 181 TUF secondo il quale “si intende un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari”¹³⁸. Ai sensi degli artt. 10 e 11 del Regolamento Emittenti AIM Italia, è necessario incaricare “uno SDIR (Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate autorizzato da Consob¹³⁹) per fasi sì che le informazioni siano comunicate con le modalità e nella tempistica richiesta. L’emittente AIM Italia deve assicurarsi che le informazioni comunicate non siano fuorvianti, false o ingannevoli e non omettano nulla che possa influenzare la loro rilevanza. Le informazioni privilegiate devono poi essere comunicate senza indugio”¹⁴⁰.

5.3.2. I requisiti sostanziali

Al fine di attrarre investitore e garantire perciò il buon esito dell’operazione, l’emittente deve rispettare una serie di requisiti sostanziali. Tra questi:

- prospettive di crescita
- potenzialità di sviluppo
- capacità di generare reddito e valore
- strategia chiara e comprensibile
- struttura finanziaria equilibrata
- chiara e trasparente comunicazione

¹³⁷ Sul punto, Lambiase A., *op. cit.*, p. 29 ss.; cfr. anche Mancaruso M., Ferragina F., La Ferla L., *op. cit.*, pag. 716

¹³⁸ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, cit., art. 181.

¹³⁹ *Ibidem*, art. 113 ter, comma 4, lettera a.

¹⁴⁰ Regolamento emittenti, cit., artt. 10 e 11.

- capacità innovativa

Si tratta di elementi da valutare prima di decidere di intraprendere il percorso che porta alla quotazione, in quanto la presenza di tali fattori è condizione imprescindibile per una buona riuscita dell'operazione¹⁴¹.

Come per i requisiti formali, da rispettare sia in fase di IPO che successivamente, anche quelli sostanziali giocano un ruolo importante durante la permanenza sul mercato. Una volta che i titoli sono stati ammessi alla negoziazione, la società deve stabilire e mantenere una buona, chiara e trasparente comunicazione con la comunità finanziaria. E' importante, in termini di requisiti sostanziali, dotarsi di un'efficiente apparato che svolga attività di investor relations¹⁴².

5.4. Il percorso di quotazione

Il percorso che porta alla quotazione su AIM Italia prevede vari step:

- circa 6-8 mesi prima dell'entrata sul mercato, la società deve verificare e analizzare la sussistenza dei requisiti previsti dal processo di quotazione e la convenienza dell'operazione stessa. Vengono perciò nominati i primi consulenti e il Nomad. È necessario comprendere i punti di forza e di debolezza del business, le aree di criticità e gli aspetti da migliorare. Si tratta di un'analisi iniziale e preliminare mediante la quale si valuta la necessità di eventuale riassetto organizzativi. Viene valutata l'adeguatezza del sistema di controllo interno e della struttura di corporate governance (CG), nonostante l'ingresso su AIM Italia non esiga il rispetto di determinati requisiti in tema di governo societario. È comunque auspicabile adottare un modello tale da rendere la società virtuosa, trasparente ed efficiente¹⁴³.

Viene avviata anche la fase di *due-diligence* da parte del Nomad al fine della valutazione dell'appropriatezza dell'emittente. L'attività consiste nel verificare che i consulenti abbiano svolto un'adeguata due diligence di business, finanziaria, fiscale

¹⁴¹ Cfr. Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, cit.; si veda anche, Perrini F., *op. cit.*, p. 159 ss.

¹⁴² Si veda, Lambiase A., *op. cit.*, p. 38.

¹⁴³ *Ibidem*, p. 39 ss..

e legale¹⁴⁴. Il Nomad “valuta il settore di attività dell’emittente, la value proposition, il piano industriale, la struttura finanziaria, le informazioni finanziarie storiche e le altre informazioni aziendali”¹⁴⁵. Il piano aziendale indica la strategia, le azioni e gli obiettivi successivi alla quotazione. Deve essere perciò redatto in modo chiaro e con ragionevolezza. Nella “*Guida al piano industriale*” di Borsa Italiana vengono definiti i tre requisiti minimi che devono essere desumibili dallo stesso: sostenibilità finanziaria, coerenza ed attendibilità.

Altra attività fondamentale è quella della costruzione dell’*equity story*¹⁴⁶. Mediante l’*equity story*, la società comunica i propri punti di forza e di debolezza, i programmi futuri di sviluppo e i risultati conseguiti.

- circa 12 settimane prima della quotazione viene analizzato l’*equity story* e tutti i problemi emersi dallo stesso. Durante questa fase sono perciò redatti sia l’Information Memorandum che il Documento di ammissione¹⁴⁷.
- circa 6 settimane prima viene completata l’attività di due diligence; vengono organizzati road-show, incontri one-to one per gli investitori e book-building, almeno 10 giorni di mercato aperto prima dell’ammissione, deve essere presentata a Borsa Italiana una comunicazione di pre-ammissione contenente una serie di informazioni previste dal Regolamento Emittenti AIM Italia (es. denominazione sociale, Paese di

¹⁴⁴ Si veda, Lambiase A., op. cit., p. 38; cfr. anche *Regolamento nominated advisers*, p. 16 ss. in cui vengono analizzate le attività di due diligence finanziaria, fiscale e legale. “*La due diligence finanziaria* deve includere ogni aspetto riguardante la struttura finanziaria dell’emittente, ivi inclusa la composizione della posizione finanziaria netta, le verifiche sul capitale circolante (sulla base delle verifiche effettuate da soggetti terzi) e l’esistenza di covenants sul debito, ogni aspetto riguardante i debiti scaduti di natura commerciale, finanziaria, tributaria e previdenziale, i crediti commerciali scaduti e i contratti derivati”; “*la business due diligence* deve prevedere un’analisi dell’emittente e del proprio gruppo, del mercato di riferimento, del posizionamento competitivo e della strategia nonché il Business Model”; “*la due diligence fiscale* deve includere la verifica della documentazione relativa all’ultimo esercizio definito ai fini delle imposte dirette e indirette, la valutazione del contenzioso fiscale in essere, gli eventuali avvisi di accertamento notificati e le verifiche fiscali in corso, le perdite riportate a nuovo a fini fiscali, politiche di transfer pricing, nonché le esenzioni/riduzioni/agevolazioni d’imposta di cui l’emittente abbia goduto nell’ultimo triennio”; “*la due diligence legale* deve far riferimento ai documenti societari prodotti nell’ultimo anno (verbali del consiglio di amministrazione, assemblea ordinaria e straordinaria, collegio sindacale, altri eventuali comitati interni), le autorizzazioni e i rapporti con le autorità; la verifica del contesto regolamentare; i documenti relativi ad operazioni straordinarie (es. fusioni e acquisizioni) degli ultimi tre anni; i contratti rilevanti in essere, il contenzioso in corso, i procedimenti pendenti o minacciati, i beni materiali ed immateriali (inclusi gli immobili), la proprietà intellettuale, i marchi e brevetti, i dipendenti e il rapporto di lavoro e la privacy, le assicurazioni, le questioni ambientali e sicurezza, le operazioni con parti correlate”; il Nomad verifica inoltre “se sia necessaria una due diligence commerciale, specialistica e/o tecnica”.

¹⁴⁵ Si veda, *Regolamento Nominated advisers*, cit., p. 16.

¹⁴⁶ Sul punto, Borsa Italiana, *Il mercato per fare impresa, AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale*, Settembre 2012.

¹⁴⁷ Cfr. *La quotazione su AIM Italia e il mercato*, disponibile su <http://aimnews.it/investitori/20547/sportello-aim/>

appartenenza, descrizione del business, numero e categoria di strumenti finanziari per i quali si chiede l'ammissione ecc.)¹⁴⁸.

- una settimana prima l'emittente deve inviare a Borsa Italiana sia il Documento che la Domanda di Ammissione (precisamente almeno tre giorni prima). Durante questo ultimo step vengono collocati i titoli e determinato il prezzo degli stessi¹⁴⁹.

¹⁴⁸ Sul punto, *Regolamento Emittenti*, p. 15 ss.

¹⁴⁹ *Ibidem*; si veda anche, Lambiase A., p. 44 ss.

6. Il progetto ELITE

6.1. Un'opportunità per la crescita

Nel 2012 nasce il progetto ELITE con l'obiettivo di stimolare e facilitare la crescita ed il successo delle PMI meritevoli¹⁵⁰. ELITE mira a sostenere lo sviluppo delle aziende, ad aiutarle nel loro percorso di riorganizzazione, ad accelerare la crescita e a fornire maggior visibilità. A tale scopo è nata la piattaforma ELITE tramite la collaborazione tra Borsa Italiana e importanti istituzioni, tra le quali ABI, Confindustria, Bocconi e MEF.

Il percorso si articola in 3 fasi:

- GET Ready
- GET Fit
- GET Value

La prima, GET Ready, è una fase di preparazione in cui l'azienda viene stimolata al cambiamento sia organizzativo che culturale. Durante la seconda fase, GET Fit, l'azienda mette in pratica tutto ciò che è stato appreso e suggerito durante il primo step. In altre parole, ci si prepara ad ottenere quei requisiti di eccellenza che permettono di ottenere il certificato ELITE. L'ultima fase consente all'impresa di ottenere valore grazie all'accesso ad un network internazionale che permette all'azienda di cogliere numerose opportunità. Il network in esame si compone di soggetti quali Private Equity, investitori istituzionali e sistema bancario. ELITE prevede dei requisiti sia per candidarsi al progetto, sia per ottenere poi il certificato stesso che garantisce una buona reputazione e visibilità nei confronti del mercato¹⁵¹. ELITE consente quindi di effettuare un salto di qualità, di confrontarsi con le migliori realtà imprenditoriali, di realizzare ambiziosi progetti di investimento, di ottenere fonti di finanziamento, di ampliare le proprie relazioni e di valorizzare la propria azienda.

Il progetto in esame, nato nel 2012, è complementare alla quotazione, in quanto consente un cambiamento sia culturale che organizzativo, rendendo le imprese più competenti e competitive, in grado di affacciarsi al mercato dei capitali.

¹⁵⁰ Sul punto, Borsa Italiana, *Al via il progetto ELITE: selezionate le prime 30 società*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2012/lancioelite.htm>

¹⁵¹ Si veda, Borsa Italiana, *ELITE-Thinking long term*, Aprile 2016.

CAPITOLO SECONDO

La leva finanziaria, la leva azionaria e la politica dei dividendi

1. Il controllo di gestione

Una buona attività aziendale non può prescindere dalla predisposizione di un efficiente sistema di controllo di gestione. Il controllo di gestione è necessario ai fini della comprensione dei punti di forza e di debolezza del business, delle aree di criticità dello stesso, degli aspetti da migliorare e delle azioni da intraprendere. Il bilancio rappresenta il principale mezzo di interpretazione della gestione aziendale. Si tratta di uno strumento utile per analizzare i risultati conseguiti e per prevedere i risultati futuri. L'analisi della gestione viene effettuata mediante una serie di indici, calcolati sui dati di bilancio, che permettono di eseguire una sorta di "check-up" sullo stato di salute aziendale¹. Non solo il management è interessato a comprendere i risultati della propria gestione, ma anche una serie di soggetti esterni all'impresa, a causa dei rapporti economici che intrattengono con la stessa. Si pensi ad esempio ai soci che attraverso il bilancio monitorano la convenienza del loro investimento; ai finanziatori e fornitori, interessati a monitorare la redditività aziendale per verificare che l'impresa onori il proprio debito; ai dipendenti; ai clienti; ma anche ai potenziali investitori, interessati a valutare l'andamento della gestione e le prospettive future della stessa al fine di compiere una decisione razionale sulla convenienza di effettuare investimenti nell'entità in oggetto. Tale analisi permette di comparare i risultati aziendali nel tempo e nello spazio². La comparazione nel tempo consente di valutare gli eventuali miglioramenti o peggioramenti nella gestione aziendale nel corso degli anni; la comparazione nello spazio consente invece di esprimere un giudizio sui risultati conseguiti nello stesso periodo da aziende differenti.

Non vanno comunque trascurati i limiti dell'analisi di bilancio tramite indici. Si ricorda che l'analisi è effettuata sulla base di dati storici e poco attendibili, in quanto oggetto di

¹ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, 2003, p. 4 ss.

² *Ibidem*, p. 13 ss.

stime. Tali limiti sono attenuati nel caso in cui l'analisi venga effettuata da soggetti interni all'impresa come il management aziendale, che, consapevole del grado di affidabilità dell'informativa diffusa tramite il bilancio, può accedere a ulteriori informazioni interne non accessibili da soggetti esterni.

Il controllo di gestione mediante indici permette di monitorare l'equilibrio finanziario, in termini di solidità e liquidità, e l'equilibrio economico, in termini di redditività, di un'impresa. In quanto i dati di bilancio non sono inizialmente predisposti per effettuare una simile analisi, è necessario procedere ad una riclassificazione degli schemi di bilancio, riadattando i valori contenuti negli stessi³.

1.1. La riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale

In particolare, ai fini dell'analisi di liquidità e solvibilità, i dati dello Stato Patrimoniale vengono riclassificati in termini finanziari. Per quanto riguarda gli impieghi, si tiene conto della velocità di circolazione, ossia della velocità con cui tornano in forma liquida. L'attivo si distingue, quindi, in:

1. attivo a breve o attivo circolante: include tutto ciò che torna in forma liquida nell'arco di 12 mesi (magazzino, liquidità differite e immediate)
2. attivo a non breve o attivo fisso o immobilizzato: include tutto ciò che torna liquido oltre i 12 mesi (immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie)

In merito alle fonti di finanziamento invece, la riclassificazione si basa sulla loro esigibilità, ossia sul tempo di estinzione. Si distinguono perciò:

3. fonti a breve o passivo corrente: esigibile nell'arco di 12 mesi
4. fonti a non breve che includono:
 - 1) mezzi propri (capitale di rischio)
 - 2) passivo consolidato (debiti a medio-lungo termine)

³ Cfr. Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 25 ss.

1.2 La riclassificazione economica dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico

Ai fini dell'equilibrio economico invece, l'obiettivo è quello di comprendere la redditività di ciascuna area di gestione. A tal fine è necessaria una riclassificazione in termini economici sia dello Stato Patrimoniale che del Conto Economico. L'attività d'impresa viene dunque suddivisa in diverse aree di gestione:

- area operativa, che comprende le operazioni dell'attività tipica, core, dell'impresa;
- area extra-operativa, che include tutte le operazioni strumentali a quelle tipiche;
- area finanziaria, che riguarda tutte le operazioni che derivano gestione dei finanziamenti erogati dall'impresa o concessi alla stessa;
- area straordinaria, che comprende tutte gli eventi estranei all'attività d'impresa, e dunque, straordinari per natura e/o dimensione. Rientrano in tale categoria anche tutti quei valori che risultano come errori dell'applicazione del principio di competenza economica negli esercizi precedenti⁴.

Il Conto Economico si presenta dunque, in forma scalare, dando evidenza dei saldi di ognuna delle gestioni appena citate:

Ricavi della gestione operativa
- Costi della gestione operativa
<hr/>
Reddito operativo (RO)
<hr/>
(+/-) Saldo della gestione extra operativa
EBIT Normalizzato
<hr/>
(+/-) Saldo della gestione Straordinaria
EBIT Integrale
<hr/>
(+/-) Saldo della gestione finanziaria
Reddito Lordo
<hr/>
- Oneri tributari
<hr/>
Reddito netto

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, cit., p. 283.

⁴ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p.259 ss.

Così come per il Conto Economico, le attività e le passività dello Stato Patrimoniale vengono riclassificate secondo il criterio di pertinenza gestionale al fine di analizzare il capitale investito in una determinata area ed il reddito corrispondente⁵.

L'attivo si distingue in:

- investimenti operativi, ossia tutti gli impieghi necessari per lo svolgimento dell'attività tipica;
- investimenti extra-operativi, necessari per lo svolgimento di tutte le operazioni che non rientrano nel core business aziendale;
- scorta liquida

Le fonti di finanziamento, invece, sono riclassificate sulla base del costo da sostenere per ottenerle. Il costo può essere implicito o esplicito. Implicito quando è incluso all'interno del debito stesso; esplicito quando è individuabile nel conto economico (es. interessi passivi e dividendi). Si distinguono perciò tre tipologie di fonti:

- debiti commerciali o di funzionamento (a costo implicito): rientrano in tale categoria, ad esempio, fondi per rischi ed oneri, il fondo TFR, debiti verso fornitori e debiti tributari⁶;
- debiti finanziari (a costo esplicito): rientrano in tale categoria, ad esempio, i debiti verso banche, le obbligazioni emesse e debiti rappresentati da titoli di credito⁷;
- mezzi propri (a costo esplicito)

Nello schema di Stato Patrimoniale i debiti commerciali non si trovano nella sezione delle fonti, ma nella sezione dell'attivo, a riduzione degli investimenti operativi, poiché ottenuti nell'ambito dell'attività tipica dell'impresa.

La scorta liquida invece, potrebbe essere inserita all'interno della sezione degli impieghi, scegliendo un approccio "a saldi aperti", oppure potrebbe essere portata a riduzione dei debiti finanziari, optando per un approccio "a saldi chiusi"⁸.

⁵ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p.321ss.

⁶ *Ibidem*, p. 326.

⁷ *Ibidem*, p. 326.

⁸ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 325 ss.; in entrambi i modelli, i debiti commerciali o passività di funzionamento sono portati a deduzione degli investimenti operativi, in quanto si ipotizza, teoricamente, che si riferiscano esclusivamente a questi ultimi.

Soluzione 1: a saldi aperti

Stato Patrimoniale economico

ATTIVO	PASSIVO
Investimenti operativi	Mezzi propri
- debiti commerciali	
<hr/>	
= investimenti operativi netti	Debiti finanziari
Investimenti extra-operativi	
Scorta Liquida	

Soluzione 2: a saldi chiusi

Stato Patrimoniale economico

ATTIVO	PASSIVO
Investimenti operativi	Mezzi propri
- debiti commerciali	
<hr/>	
= investimenti operativi netti	Debiti finanziari
Investimenti extra-operativi	- Scorta Liquida
	<hr/>
	Debiti finanziari netti

1.3. La solidità, la liquidità e la redditività

Le riclassificazioni appena esposte permettono di rendere coerenti e comparabili i dati degli schemi di bilancio in modo da poter effettuare analisi coerenti e ragionevoli.

Quando si analizza di solidità di un'impresa, non si fa altro che effettuare un check-up sull'equilibrio finanziario di lungo periodo, ossia sulla capacità dell'impresa di gestire ed assorbire gli eventi sfavorevoli senza compromettere la gestione aziendale. L'analisi della

liquidità invece, si fonda sugli equilibri finanziari di breve periodo, ossia sulla capacità di far fronte agli impegni imminenti (arco di 12 mesi).

Entrambe le analisi presuppongono uno studio dei dati dell'attivo e del passivo dello Stato Patrimoniale. L'equilibrio finanziario esige una correlazione coerente tra impieghi e fonti tale da permettere all'impresa di onorare i propri debiti mediante la realizzazione dell'attivo. Deve sussistere quindi, una sincronizzazione tra esigibilità delle fonti e recupero degli impieghi. Si ricordano a tal proposito due principi:

- 1) il principio di finanziamento dell'attivo fisso prevalentemente con mezzi propri e passivo consolidato. Se l'attivo immobilizzato venisse finanziato con il passivo corrente, esigibile nel breve periodo, l'impresa si troverebbe in difficoltà ad onorare il debito in quanto gli investimenti effettuati sono destinati a tornare in forma liquida nel lungo periodo;
- 2) il principio di finanziamento dell'attivo circolante prevalentemente con passivo corrente.

L'analisi dell'equilibrio economico o di redditività, prende in esame costi, ricavi e il capitale investito, in modo da verificare se la gestione è in grado o meno di produrre reddito⁹. La riclassificazione economica di cui si è precedentemente discusso è utile a paragonare i vari flussi di reddito con il capitale investito per produrre quello stesso reddito. L'obiettivo è quello di effettuare, sempre, un'analisi utile e coerente.

1.4. Come coprire il fabbisogno finanziario

L'obiettivo principale dell'attività aziendale è quello di creare valore. A tal fine è necessario disporre di risorse finanziarie da investire. Le scelte di investimento devono inoltre essere coerenti con la tipologia di finanziamento ottenuta. Ma stabilire una perfetta sincronizzazione tra i tempi di liquidità dell'attivo ed esigibilità delle fonti risulta quasi impossibile. Ciò vuol dire che l'impresa necessita di disponibilità liquide sia per far fronte agli impegni imminenti, sia per effettuare nuovi investimenti. Il fabbisogno finanziario

⁹ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 337 ss.

generato dall'attività d'impresa può essere coperto in vari modi. Il management ha la possibilità di scegliere tra:

- copertura mediante capitale di credito;
- copertura mediante capitale di rischio;
- copertura mediante strumenti di tipo ibrido;
- Copertura mediante autofinanziamento¹⁰.

La decisione non può prescindere da una valutazione sugli aspetti positivi e negativi di ognuna delle forme appena citate.

1.4.1. Copertura del fabbisogno finanziario mediante capitale di credito

Reperire risorse finanziarie mediante capitale di credito vuol dire remunerare periodicamente i finanziatori di un quantitativo fissato dal contratto di debito. La società è dunque obbligata a rimborsare il prestito ottenuto e gli interessi dello stesso. Ciò espone la società al rischio di tensione finanziaria nel caso in cui non riesca a generare, tramite la gestione aziendale, risorse sufficienti ad onorare i propri impegni. Un'elevata dipendenza del credito bancario potrebbe innescare dei meccanismi ciclici in quanto le difficoltà nel far fronte ai pagamenti si ripercuotono in maniera negativa sui bilanci bancari. Gli istituti di credito saranno perciò costretti a sopportare un rischio maggiore e ad intraprendere politiche di offerta più prudenti, incrementando il rischio per le imprese stesse¹¹. Nonostante il debito riduca la flessibilità decisionale dell'impresa, ciò che lo rende conveniente è la possibilità di dedurre fiscalmente gli interessi passivi.

1.4.2. Copertura del fabbisogno finanziario mediante capitale di rischio

Il capitale di rischio, invece, lascia maggior libertà all'impresa, che non è obbligata né a corrispondere una remunerazione periodica alla proprietà né a rimborsare quanto ottenuto. I soci possono guadagnare dal loro investimento tramite:

- i dividendi eventualmente distribuiti dalla società;
e/o
- il capital gain al momento della vendita del titolo, qualora il prezzo di vendita risulti maggiore rispetto al costo sostenuto per acquistare lo stesso.

¹⁰ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 15 ss.

¹¹ Sul punto, Troise G., *op. cit.*, p. 171.

Poiché i soci non hanno diritto ad una remunerazione prestabilita, è la società stessa a scegliere la propria politica di dividendo. Potrebbe scegliere di distribuire un dividendo periodico, o, all'estremo opposto, di non remunerare i propri soci. La scelta di non distribuire risorse potrebbe dipendere da una delle due situazioni di seguito esposte:

- difficoltà finanziaria che non permette alla società di disporre di risorse da distribuire;
- la decisione di reinvestire tutti i proventi della gestione al fine di accrescere il valore aziendale e far guadagnare i soci nel lungo periodo tramite capital gain.

A fronte dell'elevata flessibilità manageriale, il capitale di credito risulta non conveniente a causa dell'ineducibilità fiscale dei dividendi. Inoltre, l'incremento del numero di soci all'interno dell'impresa potrebbe generare difficoltà, complessità in termini amministrativi e diversità di interessi¹².

1.4.3. Copertura del fabbisogno finanziario mediante strumenti ibridi

Gli strumenti ibridi invece assumono connotati propri di una e l'altra categoria appena citate. I più comuni sono:

- 3) obbligazioni convertibili, che consentono al possessore di convertire le obbligazioni in azioni, passando così da finanziatore a socio della società;
- 4) obbligazioni cum warrant, che conferiscono al possessore il diritto ad acquistare o sottoscrivere azioni ad un prezzo prefissato;
- 5) strumenti finanziari partecipativi, introdotti con la riforma del diritto societario (decreti legislativi 17 gennaio 2003 nn. 5 e 6) e non qualificabili né come azioni né come obbligazioni¹³. Secondo l'art. 2346 cc, comma 6: "Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione". Si distinguono dalle azioni perché vengono emessi anche a fronte di

¹² Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p.15 ss.

¹³ *Ibidem*, p.24.

un apporto non imputabile a capitale sociale¹⁴ e dalle obbligazioni per le modalità di emissione.

1.4.4. Copertura del fabbisogno finanziario mediante autofinanziamento

Non occorre trascurare, inoltre, l'autofinanziamento, "fenomeno per cui un'impresa alimenta in parte la propria attività senza il sussidio di mezzi mutuati da terze economie"¹⁵. Le risorse utilizzate per alimentare l'attività non sono altro che gli utili conseguiti al netto dei dividendi distribuiti. Questi vanno ad incrementare i mezzi propri entrando a far parte delle risorse disponibili durevolmente¹⁶.

In dettaglio, è possibile distinguere due tipologie di autofinanziamento: uno temporaneo e uno definitivo.

L'autofinanziamento temporaneo può essere visto come la parte di ricavi che eccede i costi monetari del periodo, escludendo gli utili destinati a riserva. In altre parole, esso è dato dalla somma di:

- dividendi, visti come parte di utile netto che la società sceglie volontariamente di non trattenere in azienda;
- costi non monetari, contabilizzati pur in assenza di reali uscite monetarie (ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni). Si parla di autofinanziamento temporaneo in quanto le risorse generate dall'attività aziendale non sono state utilizzate per coprire i costi monetari, ma sono nella disponibilità dell'azienda. Qualora queste vengano utilizzate, la società potrebbe rischiare, successivamente, di non avere capitale sufficiente da utilizzare per il pagamento degli eventuali costi futuri (a fronte dei quali è stato contabilizzato l'accantonamento) e del rinnovo dei fattori ad utilizzo pluriennale (a fronte del quale vengono iscritti in bilancio gli ammortamenti).

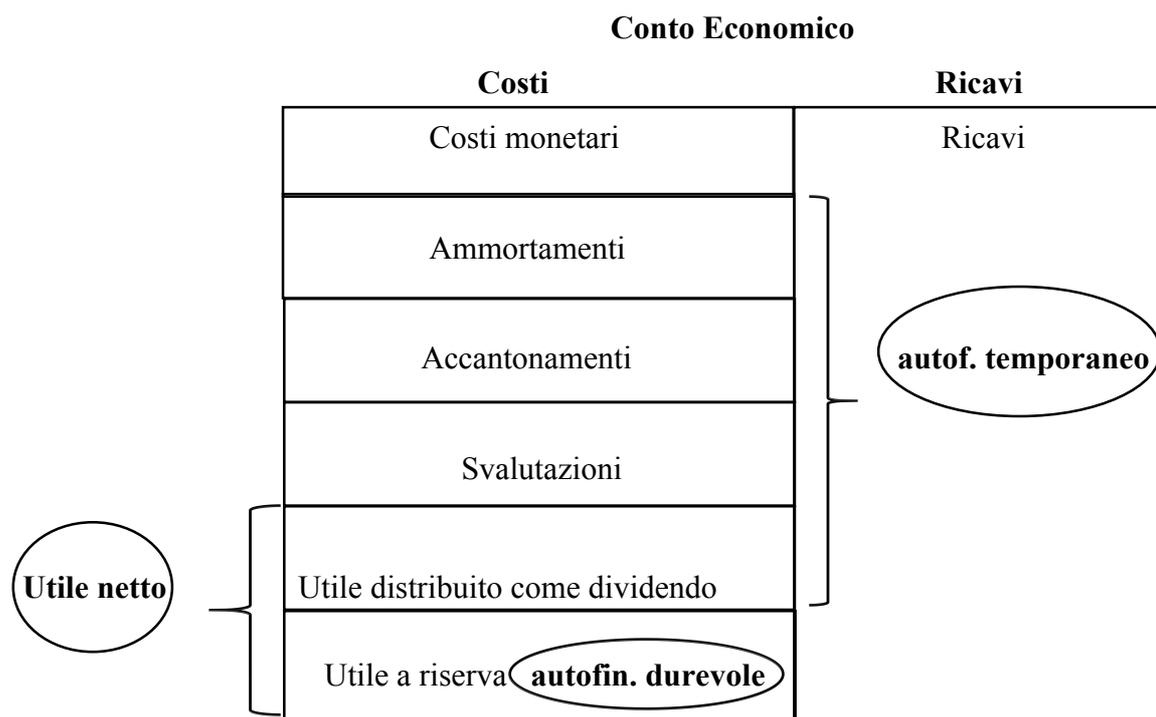
L'autofinanziamenti di tipo durevole, dunque, è dato esclusivamente dalla parte di utile netto non distribuita come dividendo. Esso è accantonato in una riserva di patrimonio netto ed è ciò che rileva ai fini dell'analisi di bilancio in quanto il ricorso all'autofinanziamento temporaneo potrebbe creare tensioni finanziarie nel futuro¹⁷.

¹⁴ Cfr. art. 2342 cc: "Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi"

¹⁵ Cfr. M. Mattei Gentili, *il processo di autofinanziamento*, Milano, Giuffrè, 1970, p.9

¹⁶ Si veda, Dessy A., *Autofinanziamento e sviluppo dell'impresa*, cit., p. 61 ss.

¹⁷ Ibidem



1.4.5. La struttura finanziaria ottimale

Una società dovrebbe avere una struttura finanziaria equilibrata, né troppo sbilanciata verso il capitale di credito, né verso il capitale di debito, per i motivi precedentemente esposti. Al tempo stesso, non è possibile neanche definire una struttura ottimale standardizzata. Ogni società, sulla base del proprio business e della propria strategia di investimento, dovrebbe essere in grado di scegliere la struttura più adatta alle proprie esigenze.

In sintesi, un'impresa crea valore nel momento in cui “il rendimento del capitale investito nelle attività d'impresa risulta superiore al costo medio ponderato del capitale ottenuto, a titolo di credito e di rischio, per finanziare la gestione stessa”¹⁸. Da ciò, “la struttura finanziaria ottimale risulta essere quella che minimizza il costo medio ponderato del capitale”¹⁹.

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c)$$

¹⁸ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 5.

¹⁹ Si veda, Parrini L., *op. cit.*, p. 16.

WACC: Weighted Average Cost of Capital

Re: costo del capitale proprio

Rd: costo del debito

E: valore dei mezzi propri

D: valore del debito

T: Aliquota fiscale

1.5 L'evoluzione dell'azienda e le modalità di copertura del fabbisogno finanziario

Le modalità di copertura del fabbisogno finanziario variano a seconda di una serie di fattori:

- il settore in cui l'impresa opera. Esso influenza le scelte di finanziamento a causa del confronto con le politiche adottate dai principali competitor. Non solo, non occorre trascurare le peculiarità dei singoli settori. Si pensi, ad esempio, a quelli caratterizzati da alta volatilità dei risultati imprenditoriali in cui risulta difficile prevedere la capacità di onorare il debito; probabilmente le aziende del settore saranno costrette a fare maggior ricorso al capitale di rischio²⁰;
- la cultura aziendale. L'economia italiana, come precedentemente analizzato, si caratterizza per la presenza di un vasto numero di PMI a carattere familiare. La paura di perdere il controllo dell'impresa scoraggia l'apertura del capitale proprio a terzi, inducendo a ricorrere prevalentemente al debito bancario;
- il costo da sostenere e i benefici fiscali;
- la fase del ciclo di vita dell'impresa.

L'ultimo punto citato merita particolare attenzione. Le modalità di copertura del fabbisogno finanziario variano infatti a seconda della fase di sviluppo in cui si trova l'impresa²¹. Le fasi

²⁰ Si veda, Parrini L., *op. cit.*, p. 18.

²¹ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 17 ss., si veda anche Di Lazzaro F., *La performance del valore, per l'analisi aziendale*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 15 ss.

iniziali sono quelle di *seed* e *start-up*, per poi passare a quella di sviluppo, detta *expansion* o *development stage*²².

Nella fase iniziale del ciclo di vita, nella quale viene concepita la *business idea*, le risorse finanziarie provengono dai soci fondatori. Il fabbisogno finanziario è soddisfatto autonomamente. Gli investimenti da compiere durante tale fase sono quelli in attività di ricerca e sviluppo, in immobilizzazioni sia materiali che immateriali (ad esempio, rispettivamente, impianti e pubblicità) e in capitale circolante per poter avviare l'attività²³. I redditi derivanti da tali investimenti risultano differiti nel tempo; ciò induce l'azienda a fare scarso ricorso al capitale di credito. Si tratta di una scelta obbligata sia perché l'azienda è priva di una propria storia e reputazione sia perché è necessario mantenere una certa flessibilità finanziaria. Infatti, poiché durante i primi anni di vita i risultati economici risultano negativi, un'impresa già indebitata nella fase iniziale, incontrerebbe forti difficoltà nell'onorare i propri impegni. In più, verrebbe meno il vantaggio fiscale legato alla possibilità di dedurre fiscalmente gli interessi passivi²⁴. Durante le fasi successive di crescita, si inizia a consolidare la situazione finanziaria e si riduce l'incertezza presente durante i primi anni di vita. Questa è la fase in cui l'impresa comincia a far ricorso al credito bancario a breve e medio termine, al leasing e ai mutui. Poiché si tratta della prima fase di crescita aziendale, l'impresa non è ancora in grado di attirare investitori esterni e quindi, di reperire risorse a titolo di capitale di rischio. Lo sviluppo dell'attività e l'incremento nelle vendite porta il fabbisogno finanziario ad espandersi. Poiché le risorse finanziarie a disposizione dei soci fondatori sono limitate, le alternative a disposizione dell'impresa per sostenere la crescita sono: ridurre la crescita stessa, allungare le scadenze dei debiti o accenderne di nuovi²⁵. Si avvia dunque la fase del ricorso al credito bancario a medio e lungo termine. Man mano che l'impresa si avvicina alla fase della maturità, l'esigenza di equilibrare la propria struttura finanziaria e di consolidare la propria posizione competitiva sul mercato, inducono la stessa a scegliere il percorso della quotazione. L'apertura del capitale proprio a soggetti esterni consente di raccogliere un quantitativo di risorse finanziarie irreperibili altrimenti²⁶.

²² Si veda, Gervasoni A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio per lo sviluppo d'impresa*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001, p. 99 ss.

²³ Sul punto, Dessy A., *Autofinanziamento e sviluppo dell'impresa*, cit., p. 52 ss.; cfr. anche, Marasco V., *op. cit.*, p. 77 ss.

²⁴ *Ibidem*

²⁵ *Ibidem*

²⁶ Cfr. Di Lazzaro F., *op. cit.*, p. 15 ss.

Facendo riferimento esclusivamente al capitale di rischio, una particolare considerazione deve essere fornita ai cosiddetti “investitori istituzionali”. Si tratta di soggetti economici che “svolgono, sistematicamente, attività di investimento, per conto proprio o di terzi; il loro obiettivo è quello di generare rendimenti per sé stessi e per i soggetti per conto dei quali operano”²⁷. Tra gli investitori istituzionali si ricordano: i fondi pensione, i fondi comuni di investimento, le fondazioni bancarie, le banche, le imprese assicuratrici, business angels e venture capital²⁸.

Per Venture Capital si intende l’apporto di risorse a titoli di capitale di rischio all’interno di realtà imprenditoriali caratterizzate da elevate potenzialità di sviluppo. Si tratta di un investimento di medio-lungo termine finalizzato ad accrescere il valore aziendale così da guadagnare sulla successiva vendita della propria partecipazione. Oggi, la definizione europea di Venture Capital si è omologata a quella degli Stati Uniti, secondo la quale, questo tipo di attività viene definito nella sua totalità come “attività di Private Equity”²⁹. Quest’ultima si distingue, a seconda del soggetto che la pone in essere, in:

- Venture Capital
- Buy-out.

Il buy out è un’operazione posta in essere da soggetti interni (es. il management) o esterni all’impresa, orientata al cambiamento della proprietà mediante il ricorso all’indebitamento. L’attività di Venture Capital invece, riguarda investimenti nel capitale delle imprese sia che si trovino nell’early stage (seed stage e start up stage) sia che si trovino nell’expansion stage. Si tratta quindi di finanziamenti destinati a sostenere sia lo sviluppo nelle prime fasi di vita, sia il consolidamento e l’accelerazione della crescita nelle fasi successive³⁰.

La definizione europea, oggi abbandonata, distingueva tra attività di Private Equity e attività di Venture Capital. La prima riguardava le operazioni finalizzate al finanziamento di attività imprenditoriali già esistenti e consolidate. La seconda invece, si riferiva a attività dirette a sostenere le prime fasi di vita dell’impresa³¹.

I Business Angels, invece, “sono ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze ... la loro attività consiste

²⁷ Si veda, Lambiase A., *op. cit.*, p. 79

²⁸ Ibidem

²⁹ Si veda, AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e private Debt, *Mission*, disponibile su <http://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/mission/>

³⁰ Ibidem

³¹ Ibidem

nell'acquisire una partecipazione in aziende con alto potenziale di sviluppo e nel monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell'uscita; l'obiettivo è quello di contribuire alla riuscita economica di un'azienda ed alla creazione di nuova occupazione³². Generalmente investono durante i primi anni di vita di un'azienda e l'investimento medio effettuato si aggira intorno ai 100'000 euro³³.

³² Sul punto, IBAN, Associazione Italiana degli investitori Informali in Rete, *Attività: chi sono i Business Angels*, disponibile su <http://www.iban.it/it/attivita>

³³ Ibidem; cfr. anche De Clercq D., H. Fried V., Lehtonen O., J. Sapienza H., *An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy*, in *Academy of Management Perspectives*, 2006, vol.20 n.3, pp. 90-112

2. La leva finanziaria

2.1. Il ricorso al capitale di credito

Come già osservato, l'economia italiana si caratterizza per un ampio ricorso al capitale di credito. Il fabbisogno finanziario viene quindi coperto con finanziamenti sia a breve che a lungo periodo concessi dagli istituti creditizi. Ma da cosa è dovuto il fabbisogno finanziario? L'attività d'impresa si svolge mediante l'acquisto di fattori produttivi, la vendita e l'incasso. L'incasso non è immediato in quanto viene concessa, alla clientela, la possibilità di effettuare il pagamento in un momento successivo. L'incasso, dilazionato nel tempo, determina crediti commerciali in bilancio. La lunghezza della dilazione dipende dalle politiche strategiche dell'impresa. Maggiore è la dilazione, maggiore è la capacità di attrarre i clienti ad acquistare i propri prodotti. Ciò determina però, un fabbisogno finanziario da soddisfare in quanto l'incasso dei crediti è successivo al pagamento dei debiti. Al fine di posticipare il pagamento dei propri fornitori, l'impresa cerca di ottenere dilazioni da questi ultimi. Nel caso in cui la dilazione concessa all'impresa consenta di posticipare il pagamento dei debiti in un periodo successivo a quello di incasso dei crediti, non ci sarebbe fabbisogno finanziario da coprire³⁴.

Ma, poiché generalmente i ricavi derivanti dall'attività imprenditoriale vengono ottenuti successivamente ai costi da sostenere per proseguire l'attività, l'impresa deve necessariamente far ricorso a ulteriori risorse finanziarie che di solito provengono dagli istituti di credito.

Gli strumenti finanziari a disposizione delle imprese sono molteplici.

2.1.1. Strumenti finanziari a breve termine

Tra gli strumenti di breve periodo si distinguono:

- *Strumenti finalizzati*, ossia strumenti a sostegno della politica delle vendite. Sono strumenti finalizzati: anticipi su fatture, sconto effetti, anticipazioni, factoring, anticipi su Ricevute Bancarie (Ri.Ba.). Si tratta di forme di finanziamento che vedono sempre la presenza di un terzo debitore, che è il cliente dell'impresa, nei rapporti instaurati tra istituto creditizio e azienda stessa;
- *Strumenti non finalizzati*, che tendono a protrarre la data di rimborso finale delle somme mutate³⁵.

³⁴ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 217 ss.

³⁵ Cfr. Troise G., *op. cit.*, p. 105 ss.

2.1.2. Strumenti finanziari a medio-lungo termine

Tra gli strumenti finanziari di lungo periodo si ricordano:

- *il mutuo*, disciplinato dall'art. 1813 del Codice Civile, secondo il quale “il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità”. La banca dunque, concede all'impresa una certa somma che poi viene restituita insieme agli interessi. Periodicamente, devono essere pagate delle rate che comprendono la quota interessi e la quota capitale del mutuo stesso;
- *i finanziamenti in pool*, tramite i quali un gruppo di banche concede una linea di credito;
- *i contratti di leasing*, mediante i quali la banca (locatore) concede in locazione all'impresa (locatario) un bene per un periodo di tempo prefissato a fronte del pagamento di un canone periodico;
- *il mezzanine financing*, ossia un finanziamento postergato nel rimborso rispetto agli altri tipo di finanziamento primari detti *senior debt*;
- *i prestiti partecipativi*, caratterizzati dal fatto che la quota interessi è proporzionale ai risultati generati tramite l'attività imprenditoriale³⁶;
- *le obbligazioni*, disciplinate dagli artt. 2410 ss. del Codice Civile.

2.2. Mini-Bond per le PMI

La necessità di migliorare il sistema italiano puramente “bancocentrico” e di introdurre nuove modalità di reperimento di risorse finanziarie per le imprese non quotate, ed in particolare, per le PMI, ha portato il legislatore ad emanare due Decreti Sviluppo nel 2012. Grazie a questi decreti, le PMI non quotate possono emettere i cosiddetti “mini-bond” sul mercato obbligazionario³⁷. I decreti in esame sono il Decreto sviluppo (Decreto legge del 22 giugno 2012, n. 83) e il Decreto sviluppo bis (Decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179). La novità riguarda sia vantaggi fiscali sia la rimozione dei vincoli quantitativi all'emissione di

³⁶ Cfr. Troise G., *op. cit.*, p. 105 ss.

³⁷ Sul punto, Calugi R., Morelli V., Paglietti G., *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/minibondistruzioniperluso2014.pdf>

obbligazioni³⁸. Secondo il Codice Civile infatti, “una società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato”³⁹ ... “Tale limite può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali”⁴⁰. Nella precedente disciplina, tali limiti non erano applicati nel caso di emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate⁴¹. Le disposizioni in oggetto escludevano quindi la possibilità, per le società non quotate, di emettere obbligazioni per un quantitativo tale da raccogliere le risorse finanziarie sufficienti a sostenere importanti progetti di sviluppo e di crescita. Il Decreto sviluppo è intervenuto sulla questione in esame; secondo l’art. 32 dello stesso, al comma 26, il limite quantitativo “non si applica in caso di società con azioni non quotate (escluse le banche e le micro imprese) che emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione”.

I mini-bond rappresentano dunque un’alternativa al credito bancario tale da diversificare le fonti di finanziamento a titolo di debito⁴². Le società non quotate che optano per questa forma di finanziamento devono rispettare una serie di condizioni:

- la presenza di uno sponsor che assista l’emissione;
- la revisione dell’ultimo bilancio dell’emittente;
- il collocamento dei titoli presso investitori qualificati⁴³.

Coloro che decidono di emettere mini-bond devono “predisporre un piano economico e finanziario che consenta di rendersi conto della effettiva capacità dell’investimento che stanno pensando di consentire il piano di rimborso dei bond che verranno emessi sia in termini di costo che di piano di rimborso dei bond stessi”⁴⁴. “Sulla base di questo piano economico finanziario dovrà essere predisposto un prospetto informativo che dovrà essere messo a disposizione dei potenziali investitori e nel quale viene rappresentata la storia dell’azienda, il posizionamento di mercato, le caratteristiche del management della azienda, l’andamento economico finanziario storico e prospettico con una analisi del progetto di

³⁸ Si veda, Calugi R., Morelli V., Paglietti G., *I mini-bond. Istruzioni per l’uso*, cit.

³⁹ Cfr., Codice civile, art. 2412, comma 1.

⁴⁰ Ibidem, comma 2.

⁴¹ Ibidem, comma 5.

⁴² Si veda, Calugi R., Morelli V., *op. cit.*

⁴³ Sul punto, <http://minibond.it>

⁴⁴ Ibidem

investimento che si intende finanziare tramite la emissione dei minibond ed il relativo piano di rimborsi con la remunerazione offerta agli investitori”⁴⁵.

Oltre a permettere il reperimento di ulteriori risorse finanziarie, i mini-bond consentono di rendere la società più trasparente, grazie alla predisposizione del prospetto informativo e delle valutazioni semestrali da parte dello sponsor. Quest’ultimo infatti è tenuto a valutare il valore del titolo, andando a classificare l’emittente all’interno di un sistema di rating⁴⁶. Le imprese si rendono così anche più credibili e affidabili anche nei confronti del sistema bancario.

2.3. L’effetto “leva finanziaria”

La leva finanziaria è un concetto che si fonda sulla struttura finanziaria di un’impresa. La dimensione dell’indebitamento finanziario incide infatti, sia sul rapporto di indebitamento (visto come rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri), sia sul costo dello stesso (maggiore è il livello di leverage, maggiore è la probabilità di default e maggiore sarà il rendimento richiesto dai futuri finanziatori). Lo studio della leva finanziaria prevede, quindi, l’analisi dei dati del bilancio una volta effettuato una riclassificazione di tipo economico di Stato Patrimoniale e Conto Economico.

Il concetto di leva finanziaria è inoltre legato all’indice di bilancio ROE (Return on Equity ossia, tasso di ritorno sul capitale di rischio investito nella gestione) che si ottiene dal rapporto tra utile netto (UN) e patrimonio netto (PN). Il ROE misura il grado di soddisfacimento dei soci e la capacità di attrarre nuovi investitori. Esso dunque, dovrebbe essere:

- almeno pari o superiore agli investimenti alternativi con pari grado di rischio,
- e
- almeno pari al rendimento atteso dagli investitori⁴⁷.

⁴⁵ Si veda, <http://minibond.it>

⁴⁶ Ibidem

⁴⁷ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 340 ss.

Tale indice è quindi fondamentale in quanto condiziona le scelte di investimento e di disinvestimento.

I cambiamenti nella struttura finanziaria di un'impresa sono in grado di generare variazioni sul valore del ROE, sia al ribasso che al rialzo. Si parla, in merito, di “*Effetto di leva finanziaria*” o “*effetto leverage*”, ossia, l'effetto di un aumento nell'indebitamento che viene trasferito sul valore del ROE.

Il legame tra ROE e struttura finanziaria è dimostrato dalla seguente formula:

$$ROE_n: [RONA_I + Q (RONA_I - T_f)] (1 - \alpha)$$

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale, cit.

Dove:

ROE_n: tasso di ritorno degli investimenti in capitale di rischio al netto delle imposte d'esercizio.

RONA_I (Return on net assets): tasso di ritorno di tutto il capitale investito nella gestione aziendale. Può essere calcolato anche come rapporto tra EBIT Integrale e il totale del Capitale investito al netto dei debiti di funzionamento.

A fronte della riclassificazione economica di Stato Patrimoniale e Conto Economico, occorre considerare grandezze fra loro omogenee. L'EBIT Integrale infatti, essendo il risultato della gestione operativa, extraoperativa e straordinaria, ben rappresenta il reddito derivante dalla totalità degli impieghi aziendali. Il capitale investito invece, è considerato al netto delle passività di funzionamento in quanto si tratta di debiti non onerosi portati a riduzione degli impieghi nella gestione operativa. Questo tipo di riclassificazione, consente di inserire al denominatore del RONA_I un valore tanto più basso quanto più alti sono i debiti commerciali. Quanto più il denominatore presenta un valore ridotto, tanto più alto sarà il RONA_I. Si arriva così al paradosso secondo il quale, maggiori le passività commerciali, maggiore la redditività ottenuta. Per poter migliorare tale indice di bilancio, la società cercherà sicuramente di negoziare con i propri fornitori al fine di ottenere maggiori dilazioni nei pagamenti. Quanto più il potere contrattuale della società è alto, tanto più riuscirà nel suo obiettivo. Spostare in avanti nel tempo il pagamento, vuol dire aumentare

l'indebitamento stesso⁴⁸. Si analizzi infatti la formula che esprime il tempo medio di esistenza dei debiti in bilancio o di rinnovo degli stessi:

$$\frac{\text{Debiti commerciali} \times 365}{\text{Acquisti}} = \text{giorni medi di pagamento dei debiti}$$

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, cit.

Sulla base di un riadattamento della stessa, quanto appena detto risulterà più chiaro:

$$\text{Debiti commerciali} = \frac{\text{giorni medi di pagamento dei debiti} \times \text{Acquisti}}{365}$$

Maggiori le dilazioni che l'impresa riesce ad ottenere, maggiore l'ammontare dei debiti commerciali.

Ciò che evidenzia il grado di abbattimento del capitale investito a fronte dell'imputazione allo stesso delle passività di funzionamento, è il *grado di leva commerciale*, dato dal rapporto tra il capitale investito al lordo delle passività di funzionamento (CIT) e il capitale investito al netto delle stesse (CIN): CIT/CIN⁴⁹.

Un'altra differenza è quella tra RONA_I e RONA_N, ossia tra Rona Integrale e Rona normalizzato. Il primo indica la redditività della gestione complessiva, includendo tutto ciò che è stato investito nell'area operativa ed extra operativa, ma anche ciò che risulta dall'area straordinaria. Il secondo, invece, escludendo l'area straordinaria, viene calcolato come rapporto tra EBIT Normalizzato e il totale del capitale investito al netto delle passività di funzionamento.

Poiché occorre esaminare il ritorno degli investimenti effettuati dai soci, non è possibile trascurare nessuna area gestionale. La gestione, nel suo complesso, e quindi, tutte le aree in cui è possibile scinderla, generano un reddito positivo o negativo, che influenza quindi il valore totale dell'azienda, ed il ritorno per i suoi azionisti. Questo è il motivo per il quale l'espressione della leva finanziaria include il Rona_I anziché il Rona_N o il ROI. Quest'ultimo (Return on Investment), esprime il ritorno degli investimenti effettuati nella gestione operativa; si ottiene quindi dal rapporto tra Reddito operativo e Investimenti operativi al netto delle passività commerciali⁵⁰.

⁴⁸ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 213 ss.

⁴⁹ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 426 ss.

⁵⁰ *Ibidem*, p. 361 ss.

Q: quoziente di indebitamento finanziario, dato dal rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri. Esprime l'intensità del debito per ciascuna unità di capitale finanziato tramite capitale di rischio⁵¹.

T_f: tasso medio di onerosità dei finanziamenti: calcolato come rapporto tra oneri finanziari (OF) e debiti finanziari (DF)⁵².

α: aliquota di imposizione fiscale. Tanto più alto è il coefficiente, tanto minore sarà la redditività per gli azionisti⁵³. (1-α) rappresenta il coefficiente di defiscalizzazione che consente di passare dal ROE ante imposte, al ROE al netto delle imposte⁵⁴.

La relazione sopra descritta indica quindi che il ROE dipende da:

- 1) Rona_I
- 2) Struttura finanziaria, che influenza a sua volta su due variabili:
 - Quoziente di indebitamento
 - Tasso di onerosità dei finanziamenti
- 3) Pressione tributaria

All'aumentare del Rona_I, il valore del ROE tende ad aumentare. Si intuisce quindi, che più la gestione complessiva aziendale genera redditi positivi, più la proprietà ne beneficia.

Il valore del quoziente Q può presentare un valore nullo o positivo.

- Nullo qualora la gestione sia finanziata esclusivamente tramite mezzi propri e passività di funzionamento. In questo caso, il ROE andrà a coincidere con il RONA_I (ipotizzando l'assenza di imposte). Ciò vuol dire che la proprietà potrà beneficiare di tutto il reddito generato dalla gestione.

⁵¹ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 401 ss.

⁵² *Ibidem*. Si ricorda in merito l'importanza di effettuare sempre un'analisi coerente tra i dati di bilancio. Qualora si utilizzi uno schema di Stato Patrimoniale a saldi chiusi (con scorta liquida a riduzione dei debiti finanziari), il tasso medio dei finanziamenti non può essere calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari al netto della scorta liquida. Al fine di rendere i valori coerenti, i proventi della scorta liquida, devono essere riclassificati a riduzione degli oneri finanziari in Conto Economico. Il nuovo indice sarà quindi calcolato come rapporto tra oneri finanziari netti e debiti finanziari netti. Per semplicità, si procederà con l'uso dello schema a saldi aperti, potendo così calcolare l'indice in esame semplicemente come OF/DF. In quest'ultimo caso, i proventi della scorta liquida saranno classificati all'interno dell'area extra operativa in Conto Economico.

⁵³ *Ibidem*, p. 432.

⁵⁴ *Ibidem*; si ricordi che l'aliquota può essere effettiva o teorica. È effettiva nel caso in cui si utilizza la percentuale che ha effettivamente colpito il reddito d'esercizio ed è pari al rapporto tra reddito netto e reddito lordo; teorica invece, quando si utilizza la percentuale che dovrebbe gravare sul reddito d'esercizio.

- Positivo quando sono presenti debiti finanziari.

Ma l'effetto sul valore del ROE dipende dal valore che assume il fattore $(Rona_I - T_f)$, che rappresenta la leva finanziaria⁵⁵.

1° caso:

Leva finanziaria positiva:

La leva finanziaria risulta positiva quando $(Rona_I - T_f) > 0$, ossia quando $Rona_I > T_f$. In questa situazione, la leva finanziaria genera un effetto positivo o moltiplicatore sul ROE, tanto maggiore quanto più alto è il quoziente di indebitamento. Paradossalmente, la società sarà incentivata a contrarre debiti, in presenza di una leva favorevole, in modo da incrementare la redditività per gli azionisti.

2° caso:

Leva finanziaria negativa:

La leva finanziaria risulta negativa quando $(Rona_I - T_f) < 0$, ossia quando $T_f > Rona_I$. In tal caso, più il quoziente di indebitamento è alto, più la leva genera un effetto riduttore sul valore del ROE. Gli unici che beneficiano di tale situazione sono i finanziatori in quanto vengono remunerati ad un tasso superiore rispetto al tasso di rendimento del capitale investito che hanno concorso a finanziare. La politica finanziaria migliore da porre in essere è quella della ristrutturazione al fine di incrementare l'ammontare di mezzi propri, favorendo la patrimonializzazione aziendale e il miglioramento degli indici di bilancio.

3° caso:

Leva finanziaria nulla:

La leva finanziaria risulta nulla quando $(Rona_I - T_f) = 0$, ossia quando $T_f = Rona_I$. E' la situazione in cui il ROE risulterà uguale al $RONA_I$ (ipotizzando l'assenza di imposte).

Quanto appena esaminato fa concludere che, in presenza di una leva finanziaria positiva, la società è portata a finanziare i propri progetti di sviluppo mediante ricorso al capitale di credito. Non occorre trascurare però tutti gli effetti che ne conseguono. Una politica finanziaria orientata ad aumentare il peso del capitale di credito non può che generare maggiori impegni, in termini di oneri finanziari, da adempiere. Il reddito originato mediante

⁵⁵ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 404 ss.

la gestione aziendale dovrebbe, quindi, essere sufficiente a soddisfare i propri finanziatori. Inoltre, più l'azienda si indebita, più questi ultimi tendono a chiedere un tasso di finanziamento più alto, per far fronte al rischio di default. Man mano che T_f aumenta, il differenziale ($Rona_I - T_f$) tende a diminuire, rischiando addirittura di diventare negativo, perdendo così la convenienza dell'indebitamento⁵⁶.

2.3.1. Il grado di leva finanziaria

Ipotizzando di dover esaminare il ROE ante imposte o lordo, la relazione da considerare è la seguente:

$$ROE_L: RONA_I + Q (RONA_I - T_f)$$

Sulla base del valore, positivo, negativo o nullo, assunto dalla leva finanziaria, il ROE_L risulterà, rispettivamente, maggiore, minore, o pari al $RONA_I$. Indipendentemente da ciò, si ricordi che qualora i debiti finanziari risultino pari a zero, la redditività per gli azionisti è sempre pari al Rona integrale.

Il *grado di leva finanziaria* indica “la capacità dell'impresa di sfruttare in modo vantaggioso la leva del debito”⁵⁷. Rielaborando la relazione della leva finanziaria, si ottiene la seguente espressione:

$$ROE_L: RONA_I \times \frac{ROE_L}{RONA_I}$$

Dove, il rapporto seguente $ROE_L / RONA_I$ esprime il grado di leva finanziaria⁵⁸.

- Se la leva finanziaria risulta positiva, ossia il tasso medio di onerosità è inferiore al Rona integrale, il rapporto che esprime il grado di leva finanziaria risulta maggiore di uno, influenzando positivamente il Roe lordo.
- Se, viceversa, la leva finanziaria risulta negativa, ossia qualora l'impresa sostiene un tasso di onerosità maggiore al Rona integrale, il grado di leva finanziaria risulta inferiore ad uno, influenzando in maniera negativa il Roe lordo.
- Qualora invece, i debiti finanziari siano pari a zero, o il tasso di onerosità sia pari al Rona integrale, l'impresa non è in grado di sfruttare in modo vantaggioso la leva del debito ed il Roe lordo risulterà pari al Rona integrale⁵⁹. Il grado di leva finanziaria

⁵⁶ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 404 ss.

⁵⁷ Ibidem, p. 427.

⁵⁸ Ibidem, p. 428 ss.

⁵⁹ Ibidem

risulta, in tal caso, pari ad 1. Tale valore va interpretato in modo diverso a seconda che sia dovuto da:

- 1) Debiti finanziari nulli
 - o
- 2) Tasso di onerosità dei finanziamenti uguale al tasso di redditività della gestione

La differenza riguarda il profilo di rischio aziendale; l'impresa più rischiosa è quella indebitata e che, quindi, non riesce né ad incrementare la redditività dei propri investimenti, né a contenere il costo del debito⁶⁰.

Il grado di leva finanziaria, inoltre, può essere visto come una scomposizione tra ROE lordo e Rona Integrale. Il primo, poiché rappresenta la redditività per gli azionisti, è calcolato come rapporto tra l'utile derivante dalla gestione al lordo delle imposte e i mezzi propri (UL/MP). Il secondo invece, come precedentemente discusso, è pari al rapporto tra EBIT integrale e il capitale totale investito nella gestione al netto delle passività di funzionamento (EBIT_I/CITN).

$$\text{Grado di leva finanziaria: } \frac{UL}{MP} \times \frac{CITN}{EBIT_I} = \frac{UL}{EBIT_I} \times \frac{CITN}{MP}$$

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, cit., p. 429 ss.

Il primo rapporto (UL/EBIT_I) indica il peso o incidenza degli oneri finanziari sul reddito prodotto dalla gestione. Il secondo invece (CITN/MP) può essere ulteriormente scomposto come:

$$\frac{MP + DF}{MP} = 1 + \frac{DF}{MP} = 1 + Q$$

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, cit., p. 429 ss.

⁶⁰ Cfr., Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 428 ss.

Tale fattore indica, quindi, il peso dei debiti finanziari. Qualora l'indebitamento risulti nullo, il fattore $(1+Q)$ risulterà neutro, in quanto pari ad 1. Risulterà invece, tanto maggiore quanto maggiore è il livello di indebitamento.

La scomposizione del grado di leva finanziaria permette di comprendere come il costo del debito (rapporto $UL/EBIT_1$) e il livello di indebitamento (fattore $1+Q$) incidono sul grado di leva finanziaria e quindi sul ROE⁶¹.

Quanto appena analizzato consente di comprendere il legame che esiste tra struttura finanziaria aziendale e redditività generata per coloro che investono nella società (gli stockholders). Generare una redditività superiore rispetto a quella che si otterrebbe effettuando investimenti alternativi con pari grado di rischio vuol dire soddisfare gli investitori attuali ed attrarne di nuovi. Ciò sicuramente induce a porre in essere politiche finanziarie strategiche volte a migliorare gli indici di bilancio. Così, in caso di leva positiva, vi è sicuramente un vantaggio nell'incrementare il livello di indebitamento finanziario. Per poter proseguire l'attività senza subire perdite o tensioni finanziarie, la gestione dovrebbe essere tanto efficiente da effettuare investimenti tali da aumentare anche il livello di redditività generato, al fine di evitare drastiche riduzioni nello spread: $(Rona_i - T_f)$.

3. La leva azionaria

3.1. Dalla leva finanziaria alla leva azionaria

Un quoziente di indebitamento elevato, come già esaminato, permette di migliorare la redditività per gli azionisti qualora lo spread $(RONA_1 - T_f)$ risulti positivo. Ma ciò espone l'azienda a notevoli rischi. Tra questi, il rischio che il costo del debito aumenti e che l'azienda risulti inadempiente nell'onorare i propri impegni. Un indebitamento elevato rischia di compromettere, nel lungo periodo, la solidità e la redditività aziendale.

⁶¹ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 429.

Il pagamento periodico degli interessi genera rigidità nelle decisioni strategiche. Potrebbero essere abbandonati progetti di investimento redditizi quando molte delle risorse generate dalla gestione sono destinate a soddisfare i propri finanziatori. Tutto ciò non permette alla gestione aziendale di essere flessibili e soprattutto, non consente di effettuare investimenti necessari per sostenere ed accelerare la crescita e lo sviluppo all'interno di una realtà economica fortemente dinamica.

Decidere di espandere il proprio business e di mantenersi competitivi sul mercato, vuol dire avere a disposizione ingenti risorse finanziarie da investire e non essere costretti a remunerazioni periodiche che non fanno altro che ridurre libertà e denaro. Finanziarsi solo mediante capitale di credito non rappresenta dunque, una scelta sempre conveniente.

Questo è il motivo che induce molte società ad intraprendere la strada della quotazione. Per poter crescere è necessario abbandonare l'idea di un'impresa piccola e concentrata nelle mani di pochi. Occorre pensare al futuro, allo sviluppo e alla sopravvivenza dell'impresa.

Una particolare forma organizzativa che permettere di espandere la propria attività e crescere a livello dimensionale, è quella del “gruppo di società” ossia “l'integrazione economica di più imprese”⁶². Tale realtà è disciplinata dal Codice Civile agli artt. 2497 ss. Al fine di considerare un gruppo come tale, il legislatore impone l'esistenza dell'esercizio, da parte della capogruppo, di “attività di direzione e coordinamento” mediante la quale l'attività d'impresa è esercitata in modo unificato ed è volta a perseguire un interesse più ampio di quello delle singole realtà imprenditoriali del gruppo⁶³. La redazione del bilancio consolidato, ossia il bilancio del gruppo nella sua interezza, spetta a “società per azioni, in accomandita per azioni, e a responsabilità limitata che controllano un'impresa” e agli “enti di cui all'art. 2201 del codice civile, le società cooperative e le mutue assicuratrici che controllano una società per azioni, in accomandita per azioni o a responsabilità limitata”⁶⁴.

⁶² Cfr. Si veda, Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, cit., p.259.

⁶³ Ibidem

⁶⁴ D. Lgs. 9 Aprile 1991, n. 27: *Attuazione delle Direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 Marzo 1990, n. 69*, art. 25 commi 1 e 2.

3.2. Come sfruttare la leva azionaria

Ciò che interessa, ai fini dell'analisi, è la società capogruppo che redige il bilancio consolidato. Così come l'indebitamento permette di influenzare in positivo o in negativo la redditività per la proprietà, anche all'interno di un gruppo è possibile sfruttare alcune circostanze per migliorare il valore del ROE della capogruppo.

Il bilancio consolidato si caratterizza per la presenza, nella sezione delle fonti dello Stato Patrimoniale, del patrimonio netto della capogruppo (PN_{CG}) e del patrimonio netto dei soci di minoranza (PN_M); allo stesso modo, il Conto Economico, distingue tra reddito destinato alla capogruppo (UN_{CG}) e reddito destinato alle minoranze (UN_M)⁶⁵.

Da cui:

- Patrimonio netto del gruppo (PN_G) = $PN_{CG} + PN_M$
- Reddito del gruppo (UN_G) = $UN_{CG} + UN_M$
- ROE del gruppo (ROE_G) = UN_G / PN_G
- ROE della capogruppo (ROE_{CG}) = UN_{CG} / PN_{CG}
- ROE delle minoranze (ROE_M) = UN_M / PN_M

La capogruppo è in grado di incrementare il valore del proprio ROE_{CG} , qualora sia in grado di sfruttare a proprio vantaggio il capitale investito da parte delle minoranze. La redditività per i soci della capogruppo, potrebbe quindi risultare maggiore rispetto alla redditività per i soci dell'intero gruppo. In merito, si parla di *leva azionaria*.

$ROE_{CG} = ROE_G \times$ grado di leva azionaria

Dove il grado di leva azionaria è data dal rapporto tra ROE_{CG} e ROE_G ⁶⁶.

Anche il grado di leva azionaria può essere scomposto come:

$$\frac{UN_{CG}}{PN_{CG}} \times \frac{PN_G}{UN_G} = \frac{UN_{CG}}{UN_G} \times \frac{PN_G}{PN_{CG}}$$

Dove:

- UN_{CG} / UN_G esprime l'incidenza del costo del capitale investito da parte dei soci di minoranza
- PN_G / PN_{CG} esprime la capacità della capogruppo di sfruttare il capitale investito dalle minoranze per finanziare l'attività del gruppo.

⁶⁵ Sul punto, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 441 ss.

⁶⁶ Ibidem

Maggiore è il patrimonio delle minoranze, maggiore è il valore del secondo rapporto (a parità di patrimonio della capogruppo), che influenza, in modo positivo, il grado di leva azionaria. Tale effetto va considerato congiuntamente a quello precedentemente esposto, ossia, maggiore il capitale dei soci di minoranza, maggiore la quota di reddito a loro destinata. E ciò non fa altro che abbassare il livello del primo rapporto, e quindi il valore della leva.

Il ROE_{CG} può inoltre essere visto come:

$$ROE_{CG}: ROE_G + \frac{PN_M}{PN_{CG}} (ROE_G - ROE_M)$$

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale, cit., p. 445.

Dunque, lo sfruttamento della leva finanziaria e azionario, permette, in entrambi i casi, di migliorare il livello del ROE. Puntare esclusivamente su una strategia di tipo finanziario impone i limiti analizzati precedentemente. Così, quando l'obiettivo è quello di sviluppare il proprio business, espandere la propria crescita e dimensione, la forma organizzativa del "gruppo di imprese" permette di ottenere vantaggi ulteriori rispetto a quelli, restrittivi e vincolanti, del solo indebitamento finanziario.

4. La politica dei dividendi

4.1. Come la struttura finanziaria influenza la politica dei dividendi

I dividendi rappresentano la remunerazione dei portatori di risorse a titolo di capitale di rischio. Sono costituiti dalla parte di utile che non viene accantonata in azienda o reinvestita nell'attività imprenditoriale, ma, al contrario, viene distribuita ai soci. Si tratta di una remunerazione né prestabilita nell'ammontare né periodica. La società, sulla base dell'andamento della gestione o del tipo di decisioni strategiche assunte, stabilisce se e quanta parte dell'utile distribuire in un determinato esercizio. A volte però, tale libertà non è assoluta. La presenza di indebitamento, infatti, costringe la società a remunerare periodicamente i portatori di capitale di credito, sottraendo così ingenti risorse dal circuito aziendale.

Si ipotizzi una società che ha già onorato gli impegni derivanti dal debito. Le alternative sono, in caso di utile a disposizione:

- reinvestire o accantonare lo stesso in azienda
e/o
- distribuirlo ai soci.

Il reinvestimento degli utili è ottimale nel caso in cui esistano progetti redditizi da cui l'impresa può trarre vantaggio. L'accantonamento invece, è destinato a creare una sorta di cuscinetto in grado di fronteggiare eventuali tensioni finanziarie future. Nel caso i soci di un'azienda siano tutti interessati e partecipi nella gestione dell'impresa affinché questa sia condotta efficientemente, la politica ottimale è sicuramente quella della non distribuzione dei dividendi, ma del reinvestimento degli utili. Tale idea ben si adatta a realtà di piccole e medie dimensioni caratterizzate dalla concentrazione della proprietà nelle mani di un socio o di pochi soggetti appartenenti alla stessa famiglia fondatrice⁶⁷.

La distribuzione degli utili sotto forma di dividendi può dipendere:

⁶⁷ Si ricordi che va sempre esaminata la causa della scelta di non distribuire dividendi. Qualora il motivo sia quello di voler destinare gli utili a progetti redditizi, i soci non possono far altro che beneficiare di ciò. Qualora invece il motivo sia dovuto all'assenza di risorse finanziarie, perché l'attività risulta in perdita o perché destinate interamente alla soddisfazione degli oneri del debito, i soci non possono che subire il rischio di un deprezzamento della propria partecipazione.

- dall'intento della società di segnalare al mercato che la propria gestione genera e continuerà a generare risultati positivi. L'obiettivo è quello di comunicare al mercato buone prospettive di sviluppo futuro e di attrarre nuovi investitori (*dividend signaling*)⁶⁸.
- dall'esistenza di forti conflitti di interessi all'interno della proprietà. È il caso di società a proprietà diffusa, in cui, alcuni soci sono interessati alla gestione aziendale e all'apprezzamento del titolo nel lungo periodo, altri invece hanno come obiettivo il profitto nel breve termine mediante l'ottenimento dei dividendi. Al fine di conciliare gli interessi e di mantenere alcuni soci nel capitale azionario, la distribuzione dell'utile rappresenta una scelta quasi imposta e forzata.

Quanto appena descritto porta a concludere che la politica dei dividendi varia in funzione:

- della struttura finanziaria, che sia più o meno orientata all'indebitamento;
- della concentrazione o meno della proprietà sociale nelle mani di pochi soci.

⁶⁸ Sul punto, Berk J., DeMarzo P., *Corporate Finance*, third edition, Pearson, 2014, p. 609.

CAPITOLO TERZO

Una verifica empirica: il mercato AIM Italia

1. I settori del mercato AIM Italia

1.1. Il mercato AIM Italia oggi

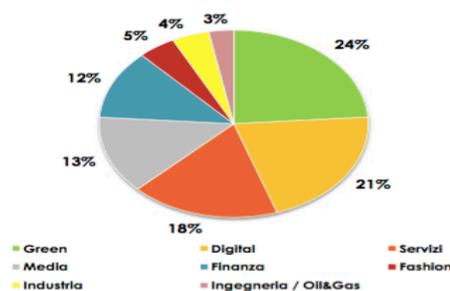
Le società che decidono di quotarsi in Borsa presentano tratti comuni in termini di obiettivi da raggiungere. La quotazione rappresenta per loro la strada più adatta al fine di accelerare la crescita e lo sviluppo; ampliare la propria dimensione aziendale; incrementare la competitività sul mercato; acquisire nuovi business e mercati; ottenere risorse finanziarie per realizzare ambiziosi progetti di investimento; migliorare la propria struttura finanziaria e il proprio rating; rendere la propria organizzazione più credibile e trasparente.

Si tratta di società che hanno forti potenzialità di sviluppo e che appaiono, quindi, appetibili agli occhi degli investitori. Esse operano in settori diversi, tra questi, ad esempio:

- settore della moda;
- settore dei media;
- settore finanziario;
- settore digitale;
- settore green;
- settore dei servizi e delle telecomunicazioni.

“I settori Green e Digital sono i più rappresentativi del mercato per numero di società presenti, ma tra questi, il Green si colloca al primo posto”¹.

Graf. 1- Composizione Settoriale per n. di società



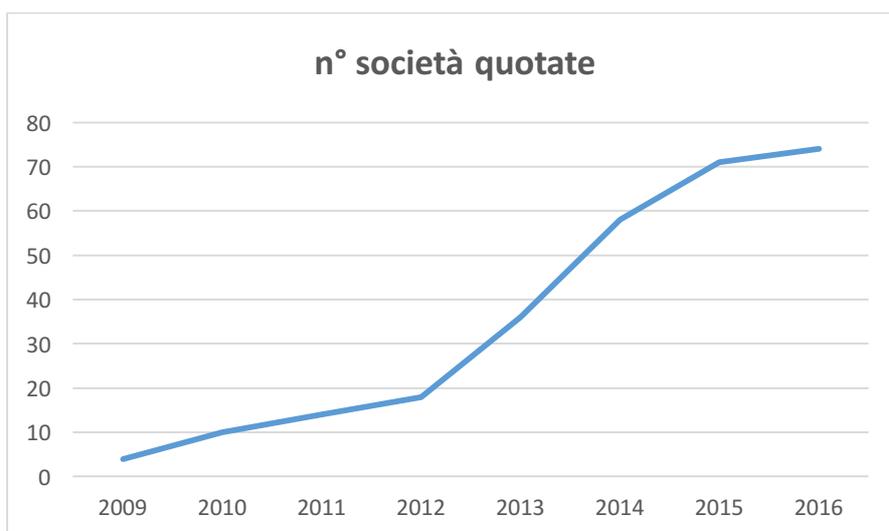
Fonte: elaborazioni IR Top sui dati di Borsa Italiana al 10/07/2015

¹ Cfr, Osservatorio AIM Italia, *Investor Relations e Media Relations per le società quotate in Borsa*, Luglio 2015.

Il mercato AIM Italia, nel corso degli anni, ha attratto e continua ad attrarre sempre più società. Di seguito si riporta la capitalizzazione del mercato e il numero di società quotate nello stesso nel corso degli anni:



Fonte: elaborazioni IR Top sui dati di Borsa Italiana al 10/07/2015 e elaborazioni sulle statistiche di Borsa Italiana al 30/12/2013, 30/12/2014, 30/12/2015, 29/04/2016.



Fonte: elaborazioni IR Top sui dati di Borsa Italiana al 10/07/2015 e elaborazioni sulle statistiche di Borsa Italiana al 30/12/2013, 30/12/2014, 30/12/2015, 29/04/2016.

2. Il campione di riferimento

2.1. Le quattro società oggetto di analisi

L'analisi empirica che si propone di seguito ha come obiettivo quello di verificare i cambiamenti nella struttura finanziaria e nell'effetto leverage delle società pre e post quotazione. A tal fine, sono stati analizzati i dati di bilancio relativi ai 2 esercizi che precedono e ai 2 esercizi che seguono la quotazione sul mercato AIM Italia.

I bilanci più recenti, pubblicati sul sito web di ciascuna società, si riferiscono al 31/12/2014 in quanto quelli relativi all'esercizio 2015 non sono stati ancora approvati. Ciò ha portato ad analizzare esclusivamente quelle società la cui quotazione è avvenuta nel 2013, in modo da esaminare come bilanci pre quotazione quelli al 31/12/2011 e al 31/12/2012 e come bilanci post quotazione quelli al 31/12/2013 e al 31/12/2014.

Nel 2013 sono entrate nel mercato AIM Italia 15 società²; ai fini della presente analisi, è stato scelto un campione di 4 società, appartenenti a settori diversi. Si tratta di:

- Enertronica;
- Italia Independent Group;
- Digital Magics;
- Safe Bag.

Enertronica s.p.a. è entrata nel mercato AIM Italia il 15 Marzo 2013 raccogliendo 0,9 milioni di euro; “è stata fondata nel 2005 ed è attiva nel settore delle energie rinnovabili e del risparmio energetico. Realizza centrali fotovoltaiche per la produzione di energia elettrica, progetta e distribuisce componentistica per impianti fotovoltaici, progetta e produce sistemi di illuminazione a led di alta qualità ed è attiva nella fornitura di servizi di rivendita di energia elettrica. Enertronica è una piccola multinazionale da sempre presente nei principali mercati dove il settore delle energie rinnovabili è in crescita, attraverso una strategia di integrazione verticale. Enertronica attraverso le società del Gruppo è attualmente

² Cfr. Borsa Italiana, *Archivio quotazioni*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/archivioquotazioni.htm>

presente, oltre che in Italia, in Africa (Sud Africa, Eritrea, Namibia), Asia e Sud Est Asiatico (Hong Kong e Singapore)”³.

Italia Independent Group opera nel settore della moda e si è quotato il 28 Giugno 2013 raccogliendo 15,7 mln di euro; “è a capo di un gruppo attivo nel mercato delle yewear, dei prodotti lifestyle attraverso il proprio brand Italia Independent e della comunicazione attraverso la propria agenzia Independent Ideas. Inoltre grazie all’ esperienza internazionale del management nello sviluppo prodotti e della comunicazione, il Gruppo si propone anche quale piattaforma per iniziative imprenditoriali e commerciali nei settori della comunicazione, del design e dello stile che creino sinergie per sostenere la crescita, in Italia e all’ estero, del marchio Italia Independent. A tal fine il Gruppo partecipa ad alcune iniziative imprenditoriali realizzate attraverso I-Spirit Vodka, Sound Identity, Care Label e Independent Value Card”⁴.

Digital Magics, invece, è una società operante nel settore “digital”; si è quotata il 31 Luglio 2013 raccogliendo 4,6 mln di euro; “è un incubatore di progetti digitali che fornisce servizi di consulenza e accelerazione a startup e imprese, per facilitare lo sviluppo di nuovi business tecnologici. Guida la più importante piattaforma nazionale dell’innovazione per il DIGITAL MADE IN ITALY, offrendo alle imprese eccellenti servizi per la trasformazione digitale e l’“Open Innovation”; si affianca ai fondatori di startup innovative tramite l’investimento nel capitale proprio, in modo da supportarli nel percorso di sviluppo e crescita. Sostiene la nascita di startup digitali, stimolando e promuovendo la cultura dell’imprenditorialità e del rischio. Le aziende sono affiancate dal Digital Magics LAB, un team di partner di grande esperienza imprenditoriale che fornisce alle imprese servizi di varia natura, da quelli finanziari e amministrativi a quelli logistici, di comunicazione e marketing”⁵.

Infine, “Safe Bag è una delle aziende di riferimento a livello mondiale nella prestazione dei servizi di protezione bagagli per i passeggeri aeroportuali, attraverso un portafoglio integrato di soluzioni per la sicurezza ed il confort del passeggero: avvolgimento del bagaglio;

³ Cfr. AIM News, *Società AIM Italia*, disponibile su <http://aimnews.it/societa/societa-quotate/7529/enertronica/>; si veda anche Lambiase A., *op. cit.*, p. 116 ss.

⁴ Cfr. AIM News, *Società AIM Italia*, disponibile su <http://aimnews.it/societa/societa-quotate/751/italia-independent-group/>

⁵ Cfr., AIM News, *Società AIM Italia*, disponibile su <http://aimnews.it/societa/societa-quotate/725/digital-magics/>; si veda anche, Lambiase A., *op. cit.*, p. 113 ss.

rintracciabilità; garanzia di rimborso in caso di smarrimento o danno; prodotti e accessori da viaggio. Il gruppo è leader in Europa e serve circa 2 milioni di clienti, attraverso 64 punti Miami in Florida. Si è quotata il 12 Settembre 2013 raccogliendo 3,5 mln di euro⁶.

2.2. La riclassificazione dei bilanci

Poiché l'obiettivo è quello di analizzare le variazioni nella leva finanziaria pre e post quotazione, lo strumento che consente di effettuare questo tipo di analisi è il bilancio riclassificato secondo il criterio economico. Al fine di esaminare la redditività e l'onerosità delle diverse aree di gestione, è necessario che le voci dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico siano coerenti e confrontabili.

Lo Stato Patrimoniale, per quanto riguarda l'attivo, è stato riclassificato in modo da dare separata evidenza di:

- impieghi o investimenti operativi al netto dei debiti di funzionamento, e
- impegni o investimento extra-operativi.

La sezione delle fonti, invece, si distingue tra:

- mezzi propri o patrimonio netto, e
- debiti finanziari

Poiché i bilanci delle 4 società considerate ai fini dell'analisi sono redatti sulla base dei principi contabili nazionali italiani, la riclassificazione effettuata prevede che:

- gli investimenti extra-operativi includano le immobilizzazioni finanziarie e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni in quanto si tratta, principalmente, di partecipazioni in imprese controllate e collegate che hanno come obiettivo quello di sostenere e promuovere lo sviluppo del business;
- il patrimonio netto includa anche, a riduzione dello stesso, sia i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti sia le eventuali azioni proprie possedute;

⁶ Cfr., AIM News, *Società AIM Italia*, disponibile su <http://aimnews.it/societa/societa-quotate/14606/safe-bag/>; si veda anche, Lambiase A., *op. cit.*, p. 160 ss.

- i debiti finanziari includano: i debiti verso soci per finanziamenti; i debiti verso banche; i debiti per obbligazioni convertibili; i debiti verso altri finanziatori. I debiti verso controllate e collegate vengono considerati tra i debiti di funzionamento, ad eccezione dei casi in cui venga specificato, in nota integrativa, che la natura degli stessi è di tipo finanziario.
- i debiti di funzionamento, infine, includano tutte le altre obbligazioni restanti, tra le quali: acconti; debiti verso fornitori; debiti tributari; debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale; altri debiti, ratei e risconti passivi.

Per quanto riguarda il Conto Economico, è stata adottata una riclassificazione per natura che consiste nel riclassificare i costi della gestione operativa in costi esterni e costi interni. I costi esterni sono quei costi sostenuti per l'acquisizione di fattori produttivi "contestuali" durante la produzione stessa; i costi interni, parallelamente, sono relativi a fattori produttivi "preesistenti", ossia acquisiti prima dell'inizio della produzione stessa (costi per il personale e costi non monetari)⁷. Lo schema, a monte del reddito operativo, sarà il seguente:

Valore della produzione ottenuta
- Costi operativi esterni
<hr/>
Valore aggiunto
- Costi del personale
<hr/>
MOL (EBITDA)
- Costi non monetari
<hr/>
Reddito Operativo (RO)

Il valore aggiunto, dato dalla differenza tra valore della produzione e costi esterni, rappresenta la parte del prodotto d'esercizio che residua dopo aver coperto i costi relativi ai fattori produttivi esterni. Ma può anche essere visto come l'incremento di valore generato dall'attività d'impresa mediante i fattori produttivi interni.

L'EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) è un indicatore "di autofinanziamento generato dalla gestione tipica dell'impresa". Indica quella parte di valore aggiunto che residua dopo aver remunerato il personale dell'azienda; si tratta di un

⁷ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p.267 ss.

indicatore più oggettivo rispetto al Reddito Operativo in quanto non risente dei costi non monetari (frutto di stime)⁸.

La riclassificazione effettuata prevede che:

- i costi esterni includano: costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci; costi per servizi; costi per godimento di beni di terzi; oneri diversi di gestione.
- il saldo della gestione extra-operativa includa: proventi finanziari; utile e perdite su cambi.
- i costi non monetari includano: ammortamenti; accantonamenti e rettifiche di valore di attività finanziarie.

2.2.1. Enertronica

La riclassificazione del bilancio di Enertronica è esposta nelle tabelle di seguito:

Tabella 1:

Stato Patrimoniale attivo:

	ATTIVO			
	2014	2013	2012	2011
immobilizzazioni immateriali	338.032	381.925	92.191	13.389
immobilizzazioni materiali	814.014	200.156	239.989	230.869
rimanenze	114.133	236.470	188.478	-
crediti	8.304.152	6.329.023	3.761.617	9.044.038
ratei e risconti	465.596	76.542	94.861	78.037
debiti di funzionamento	-4.002.487	-2.400.615	-1.220.124	-6.079.813
TOTALE NVESTIMENTI OPERATIVI	6.033.440	4.823.501	3.157.012	3.286.520
DISPONIBILITA' LIQUIDE	127.424	243.333	14.931	824.256
immobilizzazioni finanziarie	4.717.542	516.133	413.456	437.216
TOTALE NVESTIMENTI EXTRA-OPERATIVI	4.717.542	516.133	413.456	437.216
TOTALE ATTIVO	10.878.406	5.582.967	3.585.399	4.547.992

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Enertronica, corporate website

⁸ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p.267 ss.

Tabella 2:

Stato Patrimoniale passivo:

	PASSIVO			
	2014	2013	2012	2011
PATRIMONIO NETTO	1.456.595	2.090.544	910.642	869.149
DEBITI FINANZIARI	9.421.811	3.492.423	2.674.757	3.678.843
TOTALE PASSIVO	10.878.406	5.582.967	3.585.399	4.547.992

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Enertonica, corporate website

Tabella 3:

Conto Economico:

	2014	2013	2012	2011
Valore della produzione	9.782.800	4.896.973	5.524.741	16.639.404
costi esterni	-9.501.264	-3.750.205	-4.559.431	-15.297.240
VALORE AGGIUNTO	281.536	1.146.768	965.310	1.342.164
costi del personale	-664.846	-461.413	-564.092	-353.156
EBITDA	-383.310	685.355	401.218	989.008
costi non monetari	-270.024	-162.155	-82.092	-73.261
REDDITO OPERATIVO	-653.334	523.200	319.126	915.747
saldo gestione extra-operativa	57.235	12.999	11.379	6.687
EBIT NORMALIZZATO	-596.099	536.199	330.505	922.434
saldo gestione straordinaria	-35.300	-23.183	-16.052	500
EBIT INTEGRALE	-631.399	513.016	314.453	922.934
oneri finanziari	-543.856	-119.195	-183.389	-79.601
REDDITO LORDO	-1.175.255	393.821	131.064	843.333
oneri tributari	297.603	-141.229	-90.070	-294.788
REDDITO NETTO	-877.652	252.592	40.994	548.545

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Enertonica, corporate website

Leva finanziaria:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-5,80%	9,19%	8,77%	20,29%
Tf	5,77%	3,41%	6,86%	2,16%
leva finanziaria	-11,58%	5,78%	1,91%	18,13%
Q	646,84%	167,06%	293,72%	423,27%
ROE lordo	-80,69%	18,84%	14,39%	97,03%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Enertonica, corporate website

Dalla riclassificazione emerge che, a seguito della quotazione, il quoziente di indebitamento si è ridotto dal 294% al 167%. Nonostante ciò, l'azienda si presenta fortemente sottocapitalizzata e nel 2014 il quoziente di indebitamento torna ad aumentare tanto che i debiti finanziari risultano quasi 7 volte superiori ai mezzi propri.

Nel 2013, la riduzione dei costi, in particolare di quelli esterni, ha contribuito a migliorare il Rona Integrale e a rendere il fattore di la leva finanziaria positivo. Ciò ha consentito un livello di ROE soddisfacente in quanto maggiore rispetto a quello del 2012.

Durante il 2014, anno successivo la quotazione, l'azienda ha aumentato in modo sostanziale i propri costi esterni rendono il Rona Integrale pari a -12% circa. Tale situazione ha avuto ripercussioni negative sul fattore di leva finanziaria. In aggiunta, i dati mostrano che, durante lo stesso arco temporale, il livello di indebitamento è tornato a crescere rendendo quindi la redditività per gli azionisti insoddisfacente e negativa.

Ciò porta a concludere che, esclusivamente durante l'anno della quotazione l'azienda è riuscita a migliorare la propria patrimonializzazione e i propri coefficienti, in quante nell'esercizio seguente, l'alto livello di indebitamento ed il basso grado di redditività hanno avuto un impatto fortemente negativo sulla situazione aziendale e sulla redditività per gli azionisti.

2.2.2. Italia Independent Group

La riclassificazione dei bilanci è mostrata nelle seguenti tabelle:

Tabella 4:

Stato Patrimoniale attivo:

	ATTIVO			
	2014	2013	2012	2011
immobilizzazioni immateriali	1.718.226	2.241.074	14.000	21.261
immobilizzazioni materiali	10.455	16.818	18.005	18.963
rimanenze	-	-	-	-
crediti	3.418.849	2.742.273	1.003.453	676.464
ratei e risconti	17.405	3.897	4.171	-
debiti di funzionamento	-295708	-1.601.871	-330.151	-274781
TOTALE NVESTIMENTI OPERATIVI	4.869.227	3.402.191	709.478	441.907
DISPONIBILITA' LIQUIDE	514.454	2.534.102	526.351	343.677
immobilizzazioni finanziarie	7.471.982	7.471.982	1.570.778	1.286.529
TOTALE NVESTIMENTI EXTRA-OPERATIVI	7.471.982	7.471.982	1.570.778	1.286.529
TOTALE ATTIVO	12.855.663	13.408.275	2.806.607	2.072.113

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Italia Independent Group, corporate website

Tabella 5:

Stato Patrimoniale passivo:

	PASSIVO			
	2014	2013	2012	2011
PATRIMONIO NETTO	12.676.954	13.375.245	2.733.036	1.999.181
DEBITI FINANZIARI	178.709	33.030	73.571	72.932
TOTALE PASSIVO	12.855.663	13.408.275	2.806.607	2.072.113

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Italia Independent Group, corporate website

Tabella 6:

Conto Economico:

	2014	2013	2012	2011
Valore della produzione	500.337	1.101.366	970.933	600.834
costi esterni	-937.402	-540.109	-542.463	-501.111
VALORE AGGIUNTO	-437.065	561.257	428.470	99.723
costi del personale	-20.000	-470.828	-273.962	-42.519
EBITDA	-457.065	90.429	154.508	57.204
costi non monetari	-637.173	-620.098	-222.584	-19.912
REDDITO OPERATIVO	-1.094.238	-529.669	-68.076	37.292
saldo gestione extra-operativa	9.920	3.307	83.303	223
EBIT NORMALIZZATO	-1.084.318	-526.362	15.227	37.515
saldo gestione straordinaria	-871	-1.058	1.920	-
EBIT INTEGRALE	-1.085.189	-527.420	17.147	37.515
oneri finanziari	-7.242	-1.681	-268	-18
REDDITO LORDO	-1.092.431	-529.101	16.879	37.497
oneri tributari	368.938	121.310	-83.025	-25.819
REDDITO NETTO	-723.493	-407.791	-66.146	11.678

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Italia Independent Group, corporate website

Leva finanziaria:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-8,44%	-3,93%	0,61%	1,81%
Tf	4,05%	5,09%	0,36%	0,02%
leva finanziaria	-12,49%	-9,02%	0,25%	1,79%
Q	1,41%	0,25%	2,69%	3,65%
ROE lordo	-8,62%	-3,96%	0,62%	1,88%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Italia Independent Group, corporate website

Le stesse conclusioni tratte per Enetronica possono essere estese anche alla situazione di Italia Independent Group in quanto la quotazione ha consentito un miglioramento nella struttura finanziaria della società.

Al tempo stesso però, i dati dei bilanci mostrano una sostanziale variazione dell'EBIT Integrale tra il periodo pre e post IPO. Tale indicatore, risulta positivo sia nel 2011 che nel 2012, successivamente invece, a causa di un aumento dei costi non monetati, assume valori negativi. Ciò ha reso il valore del Rona Integrale e del fattore di leva finanziaria entrambi maggiori di zero prima della quotazione, ed inferiori a zero nel periodo post quotazione. La redditività per gli azionisti, in quanto dipendente dalle variabili appena esaminate, ha subito una forte riduzione a seguito dell'entrata sul mercato di Borsa. Il valore del ROE inoltre, peggiora ulteriormente durante il 2014, quando il quoziente di indebitamento tende ad aumentare e il Rona Integrale a diminuire rispetto al 2013.

2.2.3. Digital Magics

La riclassificazione dei bilanci è mostrata nelle tabelle di seguito:

Tabella 7:

Stato Patrimoniale attivo:

	ATTIVO			
	2014	2013	2012	2011
immobilizzazioni immateriali	412.069	687.398	4.112	42.969
immobilizzazioni materiali	37.786	36.938	52.688	78.765
rimanenze	195.000	-	-	-
crediti	3.117.834	2.640.318	3.289.908	4.392.073
ratei e risconti	29.506	117.285	932	-
debiti di funzionamento	-2264534	-2.326.440	-2.364.832	-3780856

TOTALE NVESTIMENTI OPERATIVI	1.527.661	1.155.499	982.808	732.951
DISPONIBILITA' LIQUIDE	2.003.769	4.001.057	1.735	36.292
immobilizzazioni finanziarie	13.363.808	10.009.163	5.331.414	5.557.233
TOTALE NVESTIMENTI EXTRA-OPERATIVI	13.363.808	10.009.163	5.331.414	5.557.233
TOTALE ATTIVO	16.895.238	15.165.719	6.315.957	6.326.476

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Digital Magics, corporate website

Tabella 8:

Stato Patrimoniale passivo:

	PASSIVO			
	2014	2013	2012	2011
PATRIMONIO NETTO	12.877.795	13.799.651	2.967.438	3.228.248
DEBITI FINANZIARI	4.017.443	1.366.068	3.348.519	3.098.228
TOTALE PASSIVO	16.895.238	15.165.719	6.315.957	6.326.476

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Digital Magics, corporate website

Tabella 9:

Conto Economico:

	2014	2013	2012	2011
Valore della produzione	2.652.533	1.652.362	3.056.034	3.240.792
costi esterni	-2.235.222	-1.293.635	-2.208.757	-2.456.366
VALORE AGGIUNTO	417.311	358.727	847.277	784.426
costi del personale	-289.892	-350.775	-424.040	-474.025
EBITDA	127.419	7.952	423.237	310.401
costi non monetari	-961.707	-545.533	-897.712	-724.676
REDDITO OPERATIVO	-834.288	-537.581	-474.475	-414.275
saldo gestione extra-operativa	83.166	50.355	19.079	24.107
EBIT NORMALIZZATO	-751.122	-487.226	-455.396	-390.168
saldo gestione straordinaria	-	-10.191	434.305	2.818.075
EBIT INTEGRALE	-751.122	-497.417	-21.091	2.427.907
oneri finanziari	-158.601	-312.944	-302.759	-300.093
REDDITO LORDO	-909.723	-810.361	-323.850	2.127.814
oneri tributari	-12.133	2.744	54.039	-25.423
REDDITO NETTO	-921.856	-807.617	-269.811	2.102.391

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Digital Magics, corporate website

Leva finanziaria:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-4,45%	-3,28%	-0,33%	38,38%
Tf	3,95%	22,91%	9,04%	9,69%
leva finanziaria	-8,39%	-26,19%	-9,38%	28,69%
Q	31,20%	9,90%	112,84%	95,97%
ROE lordo	-7,06%	-5,87%	-10,91%	65,91%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Digital Magics, corporate website

Anche con riferimento alla Digital Magics, i dati riclassificati mostrano un aumento sostanziale dei mezzi propri a seguito della quotazione (da 2 mln nel 2012 a 13 mln nel 2013); il quoziente di indebitamento passa infatti dal 113% al 10%. Il valore del fattore di leva finanziaria, però, negativo nel periodo pre IPO, non migliora successivamente. Il ROE, dunque, assume valori inferiori a zero sia nel 2012, che nel 2013 e 2014. Nonostante ciò, la strategia di quotazione posta in essere ha consentito di sfruttare al meglio la negatività dell'effetto leva in quanto l'elevata riduzione del quoziente di indebitamento ha permesso di aumentare, nel 2013, la redditività per gli azionisti di 5 punti percentuali rispetto al 2012.

Un peggioramento negli indici si ha nel 2014, quando l'indebitamento finanziario comincia a salire di nuovo, amplificando l'effetto riduttore sul valore del ROE.

2.2.4. Safe Bag

La riclassificazione dei bilanci dell'azienda Safe Bag è proposta di seguito:

Tabella 10:

Stato Patrimoniale attivo:

	ATTIVO			
	2014	2013	2012	2011
immobilizzazioni immateriali	1.781.482	1.184.283	153.813	541.762
immobilizzazioni materiali	1.043.406	838.223	838.185	164.927
rimanenze	275.907	164.229	95.938	29.986
crediti	1.678.402	1.558.301	1.401.349	1.500.714
ratei e risconti	274.145	100.450	26.706	29.627
debiti di funzionamento	-4.659.044	-3.223.602	-3.043.947	-2.748.664
TOTALE NVESTIMENTI OPERATIVI	394.298	621.884	-527.956	-481.648
DISPONIBILITA' LIQUIDE	215.843	124.872	197.994	95.481

immobilizzazioni finanziarie	17.176.441	16.945.950	14.801.939	438.669
TOTALE NVESTIMENTI EXTRA-OPERATIVI	17.176.441	16.945.950	14.801.939	438.669
TOTALE ATTIVO	17.786.580	17.692.707	14.471.977	52.502

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Safe Bag, corporate website

Tabella 11:

Stato Patrimoniale passivo:

	PASSIVO			
	2014	2013	2012	2011
PATRIMONIO NETTO	15.924.566	16.822.084	14.316.004	-247.908
DEBITI FINANZIARI	1.862.014	870.623	155.973	300.410
TOTALE PASSIVO	17.786.580	17.692.707	14.471.977	52.502

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Safe Bag, corporate website

Tabella 12:

Conto Economico:

	2014	2013	2012	2011
Valore della produzione	6.222.118	5.961.115	6.629.057	5.503.919
costi esterni	-3.469.489	-2.797.465	-4.125.515	-5.038.145
VALORE AGGIUNTO	2.752.629	3.163.650	2.503.542	465.774
costi del personale	-2.639.860	-2.185.286	-1.376.542	-186.762
EBITDA	112.769	978.364	1.127.000	279.012
costi non monetari	-1.099.563	-510.630	-791.628	-495.567
REDDITO OPERATIVO	-986.794	467.734	335.372	-216.555
saldo gestione extra-operativa	274.448	9.175	15.641	10.100
EBIT NORMALIZZATO	-712.346	476.909	351.013	-206.455
saldo gestione straordinaria	-83.091	-194.303	-7.051	-19.135
EBIT INTEGRALE	-795.437	282.606	343.962	-225.590
oneri finanziari	-210.868	-37.090	-22.648	-22.104
REDDITO LORDO	-1.006.305	245.516	321.314	-247.694
oneri tributari	108.787	-214.436	-15.675	-138.594
REDDITO NETTO	-897.518	31.080	305.639	-386.288

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Safe Bag, corporate website

Leva finanziaria:

	2014	2013	2012	2011
RONA				
Integrale	-4,47%	1,60%	2,38%	-429,68%
Tf	11,32%	4,26%	14,52%	7,36%
leva finanziaria	-15,80%	-2,66%	-12,14%	-437,04%
Q	11,69%	5,18%	1,09%	-121,18%
ROE lordo	-6,32%	1,46%	2,24%	99,91%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Safe Bag, corporate website

La situazione della Safe Bag è in parte diversa rispetto a quelle precedentemente analizzate. La quotazione del 2013 non ha contribuito a migliorare il quoziente di indebitamento della società in quanto questo è passato dall'1% al 5% (a fronte di un incremento del 17% circa dei mezzi propri, i debiti finanziari sono aumentati del 458% circa).

In aggiunta, la redditività dell'impresa misurata dal Rona Integrale peggiora a seguito dell'IPO, a causa di un aumento sia nei costi del personale sia nei costi non monetari. Dall'analisi emerge che, in ciascuno degli esercizi presi in considerazione, la redditività aziendale non riesce a coprire il costo dei finanziamenti, rendendo il fattore di leva finanziaria negativo. Se a ciò si aggiunge la presenza di un quoziente di indebitamento finanziario sempre crescente, viene spiegato il motivo per il quale il ROE risulta peggiorare nel corso degli anni.

2.3. La leva finanziaria e la politica dei dividendi nel campione di riferimento

Le situazioni appena analizzate mostrano come, coerentemente a quanto già previsto, la struttura finanziaria tende a migliorare nel periodo immediatamente seguente la quotazione in quanto l'apporto di risorse da parte di soggetti esterni consente di incrementare il livello dei mezzi propri.

Dall'analisi effettuata sono emerse situazioni comuni durante l'anno successivo all'IPO:

- il Rona Integrale risulta sempre negativo e in calo rispetto al periodo precedente;

- il Rona Integrale presenta un valore sempre minore rispetto a quello dell'onerosità dei finanziamenti, rendendo così il fattore di leva finanziaria inferiore a zero. Nonostante si verifichi un miglioramento nella struttura finanziaria nello stesso anno della quotazione, il costo dell'indebitamento non sempre si riduce, a causa dell'elevata dipendenza dal credito bancario che caratterizza le aziende nel periodo pre IPO;
- il quoziente di indebitamento inoltre, tende a peggiorare nuovamente durante l'esercizio successivo alla quotazione. I dati di bilancio riclassificati mostrano che il peggioramento è dovuto ad un aumento nei debiti finanziari;
- la redditività generata per gli azionisti risulta dunque, sempre negativa ed in calo. Si può quindi affermare che durante gli anni post IPO, la gestione imprenditoriale non è in grado di sfruttare positivamente l'effetto leverage.

La Borsa consente di patrimonializzare l'impresa, ma al contrario di quanto ci si possa aspettare, il livello di indebitamento comincia a salire già durante il secondo anno successivo all'IPO.

Perché il ROE è sempre negativo nel periodo successivo la quotazione? Non si deve dimenticare che l'intero processo che consente di entrare sul mercato di Borsa comporta il sostenimento di una serie di costi e investimenti i cui ritorni sono differiti nel tempo. Ciò giustifica il ridotto, e a volte negativo, livello di redditività durante i primi anni post IPO.

Inoltre, la realtà smentisce anche quanto ci si può aspettare in merito alla politica dei dividendi adottata dalle società appena quotate. L'apertura del capitale proprio a terzi e la divergenza di opinioni e interessi, dovrebbe indurre le aziende a distribuire dividendi più di quanto facessero nel periodo ante quotazione. Ciò che accade nella realtà è che la maggior parte delle società del mercato AIM Italia (e tra queste le società del campione analizzato) non distribuisce dividendi⁹. Sicuramente la scelta è guidata da quelli che sono gli obiettivi di fondo della quotazione: sviluppare e rafforzare il proprio business, ma anche intraprendere ambiziosi progetti di investimento. Ciò induce le aziende a trattenere gli utili e a reinvestirli.

Nonostante ciò, alcune società, tra cui la First Capital S.P.A., la Leone Film Group S.P.A. e la Rosetti Marino, hanno adottato una politica di distribuzione dei dividendi, realizzando così un equilibrio tra autofinanziamento e remunerazione del capitale proprio¹⁰.

⁹ Si veda, Borsa Italiana, *Calendario bilanci e dividendi*, disponibile su http://www.borsaitaliana.it/azioni/documenti/calendariobilanci dividendi/calendario-bilanci-dividendi-aim_pdf.htm

¹⁰ Ibidem; sul punto, Lambiase A., *op. cit.*, p. 62.

Ciò porta a concludere che le società in questione operano sul mercato sulla base di una strategia di “*dividend smoothing*”, ossia una strategia che le induce a variare poco frequentemente la politica di distribuzione dei dividendi, mantenendo il livello di questi ultimi costante nel tempo¹¹.

¹¹ Sul punto, Berk J., DeMarzo P., *op. cit.*, p. 608: “Firms adjust dividends relatively infrequently, and dividends are much less volatile than earnings. This practice of maintaining relatively constant dividends is called dividend smoothing. Firms also increase dividends much more frequently than they cut them .. these observations resulted from (1) management’s belief that investors prefer stable dividends with sustained growth, and (2) management’s desire to maintain a long-term target level of dividends as a fraction of earnings”.

Conclusioni

“Dagli anni 80 fino al 2008 vi è stata una tendenza costante, da parte delle aziende quotate, ad aumentare il debito in rapporto al capitale fino ad arrivare a quasi un euro e mezzo di debito rispetto a un euro di capitale detenuto. Subito dopo la crisi del 2008 tutto il mondo si è però orientato a ridurre il debito e aumentare il capitale. Il nostro Paese invece è molto indietro in questo processo. Infatti il capitale nelle aziende italiane è a malapena salito dall’inizio della crisi e il rapporto debito/capitale, già molto elevato ancora dagli anni 2000, si è ridotto a un valore di 2, che però è ancora più che doppio rispetto a quanto sta facendo il resto del mondo”¹: sono le parole di Galiazzo della società di consulenza Tiche di Treviso.

Il sistema economico italiano resta dunque caratterizzato dall’appellativo “banco-centrico”, non riuscendo a rendersi indipendente dal comparto bancario. La quotazione è sicuramente una delle migliori strategie da intraprendere qualora si voglia migliorare la propria struttura finanziaria. Come già discusso, entrare in Borsa vuol dire aprire il proprio capitale a terzi, permettendo l’afflusso di nuove risorse finanziarie presso la società. Il mercato AIM Italia inoltre, sta riscontrando un notevole successo, essendo state ammesse sullo stesso 22 società nel 2014 e 13 società nel 2015. Durante il 2016, sono sbarcate sul mercato AIM Italia 3 società (Abitare In; siti – B&T group; Energica Motor Company); la S.M.R.E. S.p.A. ha inviato la domanda di ammissione alle negoziazioni il 18 Aprile 2016² e la SCM Sim si sta preparando per la futura IPO sul mercato prevista tra Giugno e Luglio³.

La quotazione permette alle società di ottenere numerosi benefici in termini di miglioramento nella struttura finanziaria, minore dipendenza dal comparto bancario, maggior flessibilità nelle strategie gestionali, elevate prospettive di crescita e sviluppo. Nonostante ciò, l’analisi empirica proposta nel presente elaborato, mostra come le società non riescano a sfruttare i benefici appena citati nel periodo post quotazione. Un miglioramento nel quoziente di indebitamento non si riflette infatti in un una maggiore redditività generata a favore degli azionisti. Il fattore di leva finanziaria tende ad assumere sempre valori negativi poiché la redditività generata dalla gestione non è in grado di coprire gli oneri del debito (Rona Integrale > tasso di onerosità dei finanziamenti).

¹ Si veda Frisone M., *Chi vince e chi perde con le mosse*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 Aprile 2016.

² Cfr. Borsa Italiana, *Mercato AIM Italia*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

³ Si veda, Incorvati L., *Scm Sim si prepara all’IPO su Aim Italia*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 Maggio 2016.

Non si deve dimenticare che, come già affermato, la quotazione rappresenta un investimento, a fronte del quale si sostengono una serie di costi i cui ritorni sono differiti nel tempo.

La Borsa offre un vasto numero di opportunità alle società meritevoli e con buone prospettive di sviluppo e crescita; nonostante ciò, non si può trascurare la volatilità del mercato stesso che trascina con sé il prezzo delle azioni al rialzo o al ribasso. Ma ragionando “in un’ottica di medio-lungo periodo, prima o poi il mercato dovrebbe giungere a quotazioni adeguate”⁴.

Come affermato dal presidente di Confindustria Vincenzo Boccia, una cosa è certa: “le imprese devono utilizzare strumenti alternativi e diventare meno banco-centriche ... il nostro obiettivo come imprenditori è raccogliere capitale adeguato ai piani di crescita industriale: *più capitale di rischio, meno capitale di debito* ... non dobbiamo rimanere soggiogati dalla paura di perdita del controllo”⁵.

⁴ Cfr. Novellini V., *Delisting, che passione. Ecco perché la Borsa perde pezzi*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 Settembre 2009.

⁵ Cfr. Bocciarelli R., *Capitale di rischio, private equity, Elite: il nodo dei finanziamenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 Maggio 2016.

Bibliografia

AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Disposizioni generali, 15 Settembre 2014.

Berk J., DeMarzo P., *Corporate Finance*, third edition, Pearson, 2014.

Bocciarelli R., *Capitale di rischio, private equity, Elite: il nodo dei finanziamenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 Maggio 2016.

Borsa Italiana, *Aim Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Regolamento Emittenti*, 1 Marzo 2012.

Borsa Italiana, *Aim Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Regolamento Nominated Advisers*, 1 Luglio 2015.

Borsa Italiana, *ELITE-Thinking long term*, Aprile 2016.

Borsa Italiana, *IDEM, il mercato italiano dei derivati, un'opportunità ad alto potenziale*, Ottobre 2014.

Borsa Italiana, *Borsa Italiana lancia AGREX*, 21 Gennaio 2013.

Borsa Italiana, *Il mercato per fare impresa, AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale*, Settembre 2012.

Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, Ottobre 2013.

Calugi R., Morelli V., Paglietti G., *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*.

Camerata M., *IL PROCESSO DI PLANIFICAZIONE ECONOMICO-AZIENDALE DELLA TRANSIZIONE GENERAZIONALE NELLA PMI. Prospettive e sviluppo in ambito italiano, nell'ottica della competizione sui mercati, nell'era della globalizzazione*, Edizioni Universitarie Romane, Roma, 2012.

Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, 2003

Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, CEDAM, Padova, 2010.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, Basilea, 2004.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Basilea, 2010.

COMMISSIONE EUROPEA, *La nuova definizione di PMI. Guida dell'utente e modello di dichiarazione*, 2006.

COMMISSIONE EUROPEA, *Microimprese, piccole imprese e medie imprese: definizione e ambito*.

COMMISSIONE EUROPEA, *RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Bruxelles, 6 Maggio 2003, (2003/361/CE).

De Clercq D., H. Fried V., Lehtonen O., J. Sapienza H., *An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy*, in *Academy of Management Perspectives*, 2006, vol.20 n.3, pp. 90-112

Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F.

Decreto Legislativo 9 Aprile 1991, n. 27: Attuazione delle Direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 Marzo 1990, n. 69.

Del Bosco B., *Caratteristiche del sistema produttivo italiano e strutture economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001

Dessy A., *Autofinanziamento e sviluppo dell'impresa*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001.

Di Lazzaro F., *La performance del valore, per l'analisi aziendale*, Giappichelli, Torino, 2013.

Di Somma P., *I distretti industriali: punti di forza e prospettive di sviluppo*, 2007.

Dividendi deducibili per favorire la quotazione, Il Sole 24 Ore, 23 Aprile 2011.

Frisone M., *Chi vince e chi perde con le mosse*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 Aprile 2016.

Gervasoni A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio per lo sviluppo d'impresa*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001.

Incorvati L., *Scm Sim si prepara all'IPO su Aim Italia*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 Maggio 2016.

Lambiase A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

Legge 7 Giugno 1974, n. 216: Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 8 Aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari.

M. Mattei Gentili, *il processo di autofinanziamento*, Milano, Giuffrè, 1970.

Mancaruso M., Ferragina F., La Ferla L., *Aim Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2009, 8-9.

Marasco V., *La quotazione in borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, Milano, IPSOA Informatica, 1990.

Novellini V., *Delisting, che passione. Ecco perché la Borsa perde pezzi*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 Settembre 2009.

Onida F., *Se il piccolo non cresce: piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, Bologna, 2004.

Osservatorio AIM Italia, *Investor Relations e Media Relations per le società quotate in Borsa*, Luglio 2015.

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

Perrini F., *La decisione, la gestione e il processo di quotazione delle Pmi*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001.

Picchio N., *Pmi, il motore dell'Azienda Italia*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 Novembre 2013.

Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana del 28 giugno 2011 e approvato dalla Consob con delibera n. 17904 del 25 agosto 2011.

Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti.

Schilirò D., *I Distretti Industriali in Italia quale Modello di Sviluppo Locale: Aspetti Evolutivi, Potenzialità e Criticità*, in *CENTRO DI RICERCHE IN ANALISI ECONOMICA E SVILUPPO ECONOMICO INTERNAZIONALE*, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008.

Strutture, tendenze evolutive e prospettive di sviluppo dei distretti industriali, in *Osservatorio nazionale distretti italiani – Rapporto 2014*.

Troise G., *COME FINANZIARE LE PMI*, IPSOA, Milano, 2014.

TUIR - Testo Unico delle imposte sui redditi - D.P.R. del 22 Dicembre 1986 n. 917.

Vender J., Gervasoni A., Dessy A., *La quotazione in borsa come opzione strategica per lo sviluppo della media impresa familiare*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001.

Zattoni A., *Corporate Governance*, EGEA, Milano, 2015.

Sitografia

www.aifi.it

www.aimnews.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.enertronica.it

www.safe-bag.com

www.italiaindependentgroup.com

www.digitalmagics.com

www.esteri.it

www.minibond.it

www.iban.it

www.madeinitaly.org



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Controllo di Gestione avanzato

*La leva finanziaria e la politica dei dividendi nelle società
quotate nel mercato AIM Italia: una verifica empirica*

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Serena Curti

Matricola 664181

CORRELATORE

Prof. Fabio Fortuna

Anno Accademico 2015/2016

RIASSUNTO:

Sommario

CAPITOLO PRIMO

Le piccole e medie imprese italiane e il ricorso al capitale di rischio:
il mercato AIM Italia

1. L'economia italiana. pag. 3
2. La quotazione. pag. 5
3. I mercati di Borsa Italiana: il mercato AIM Italia. pag. 6

CAPITOLO SECONDO

Leva finanziaria, leva azionaria e politica dei dividendi

1. La leva finanziaria e la leva azionaria. pag. 9
2. La politica dei dividendi. pag. 11

CAPITOLO TERZO

Una verifica empirica: il mercato AIM Italia

1. La leva finanziaria e la politica dei dividendi nel campione di riferimento. . .
..... pag. 13

Conclusioni. pag. 17

CAPITOLO PRIMO

1. L'economia italiana

L'Italia, classificata tra i paesi più industrializzati del mondo¹, è propria di un sistema economico che merita di essere analizzato nel dettaglio. Il tessuto produttivo si differenzia principalmente per tre ragioni: la presenza di molte piccole e medie imprese (PMI), il capitalismo familiare e il frequente ricorso al credito bancario².

In particolare, poiché “le PMI rappresentano il 90 % di tutte le imprese dell'UE”³, si è resa necessaria una definizione comune e coerente di PMI⁴. E' intervenuta, in merito, la Commissione europea con una Raccomandazione al cui articolo 2 sono esposte le soglie finanziarie che definiscono le varie categorie d'impresa⁵.

LE NUOVE SOGLIE (articolo 2)

Categoria d'impresa	Effettivi: unità lavorative-anno (ULA)	Fatturato annuo	Totale di bilancio annuo
Medie	< 250	≤ 50 milioni di EUR (nel 1996: 40 milioni di EUR)	≤ 43 milioni di EUR (nel 1996: 27 milioni di EUR)
Piccole	< 50	≤ 10 milioni di EUR (nel 1996: 7 milioni di EUR)	≤ 10 milioni di EUR (nel 1996: 5 milioni di EUR)
Micro	< 10	≤ 2 milioni di EUR (precedentemente non definito)	≤ 2 milioni di EUR (precedentemente non definito)

Fonte: COMMISSIONE EUROPEA, *La nuova definizione di PMI. Guida dell'utente e modello di dichiarazione*, 2006.

¹ Sul punto, Farnesina Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale, *G20*, disponibile su http://www.esteri.it/mae/it/politica_estera/g20

² Cfr. Del Bosco B., *Caratteristiche del sistema produttivo italiano e strutture economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese*, in AA. VV., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, a cura di Alberto Dessy e Jody Vender, EGEA, Milano, 2001, p. 11 ss.; cfr. anche Parrini L., *Il mercato Expandi, La quotazione in Borsa per le PMI*, IPSOA, Milano, 2006, pag. 9.

³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Microimprese, piccole imprese e medie imprese: definizione e ambito*, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=URISERV:n26026&from=IT>

⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *La nuova definizione di PMI. Guida dell'utente e modello di dichiarazione*, 2006.

⁵ Sul punto, COMMISSIONE EUROPEA, *RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Bruxelles, 6 Maggio 2003, (2003/361/CE). Cfr. anche le nuove soglie introdotte dal Decreto Legislativo 139/2015 che recepisce la Direttiva Accounting 34/2013.

L'altro aspetto rilevante del sistema economico italiano è rappresentato dal capitalismo familiare. Si riscontrano, in particolare, numerose PMI in cui la famiglia di riferimento detiene una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa⁶. In tale contesto, famiglia e impresa si sovrappongono, rappresentando due facce della stessa medaglia⁷. Il capitalismo familiare genera una sorta di fenomeno culturale: la famiglia imprenditoriale che ha sempre detenuto la proprietà, tende ad evitare l'ingresso di nuovi soci nel capitale sociale, per timore di perdere il controllo sulla gestione⁸. L'imprenditore che evita la condivisione del potere e del controllo, vincola sia l'apertura del capitale azionario a investitori esterni sia l'ingresso in azienda di figure manageriali competenti.

Altro elemento che porta l'apparato economico italiano a distinguersi è il frequente, ma anche eccessivo, ricorso al credito bancario, tanto da poter definire tale sistema come "bancocentrico"⁹. Una delle cause di questa situazione è data proprio dalla commistione azienda – famiglia che non agevola l'ingresso di soggetti terzi e estranei nel capitale sociale. In particolare, si fa ampio ricorso alla pratica del "pluriaffidamento" secondo la quale la stessa impresa ottiene più prestiti bancari da una molteplicità di enti creditizi¹⁰.

Tutte le caratteristiche appena citate rappresentano un ostacolo alla crescita: l'impresa, per poter crescere, svilupparsi, espandersi e rimanere competitiva sul mercato, necessita di un'ingente quantità di risorse finanziarie da poter investire. Il credito bancario, al contrario, non fa altro che rendere indisponibile una quota di utile in quanto destinata al rimborso periodico degli oneri del debito.

Al contempo, non si possono trascurare gli accordi sulla vigilanza bancaria da parte del Comitato di Basilea ("Basilea 2" e "Basilea 3"). L'obiettivo degli accordi è quello "di rafforzare l'assetto regolamentare internazionale in materia di patrimonio e liquidità, promuovendo un sistema bancario più robusto."¹¹. E' stata introdotta quindi una valutazione del rischio di credito più sensibile e attenta, inducendo gli enti creditizi a vincolare quote di capitale in ragione del reale rischio assunto e ad aumentare, dunque, il costo dei finanziamenti concessi. Ciò dovrebbe spingere le aziende a migliorare il proprio rating in modo da contenere il rendimento richiesto dal comparto bancario. Ma come è possibile

⁶ Sul punto, Onida F., *Se il piccolo non cresce: piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, Bologna, 2004, p. 122

⁷ Cfr. Parrini L., *Il mercato Expandi, La quotazione in Borsa per le PMI*, IPSOA, Milano, 2006, p. cit., p. 9

⁸ Sul punto, Onida F., *op. cit.*, p. 123; cfr. anche Del Bosco B., *op. cit.*, p. 11 ss.

⁹ *Ibidem*, p. 126.

¹⁰ Cfr. Parrini L., *op. cit.*, p. 10

¹¹ Cfr., Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Basilea, 2010

migliorare il proprio rating? Sicuramente non si può prescindere dalla ricerca di un adeguato equilibrio nelle forme di finanziamento e perciò da un aumento della propria patrimonializzazione.

2. La quotazione

La quotazione rappresenta un cambiamento per l'impresa e per coloro che ne hanno sempre detenuto il controllo. A volte potrebbe risultare una scelta obbligata, spinta dalla concorrenza esterna che impone maggiore flessibilità di adattamento e di reazione in termini di investimenti e capacità di finanziamento; altre volte, invece, risulta come una scelta strategica, in quanto la quotazione impatta su tutta l'azienda e la sua organizzazione, dall'aspetto finanziario, a quello della corporate governance e della politica di gestione aziendale.

In termini economici, quotarsi in Borsa vuol dire “collocare presso il pubblico titoli azionari, esistenti o di nuova emissione, che potranno essere sia oggetto di negoziazione su un mercato regolamentato sia liberamente trasferibili”¹². In Italia, Borsa Italiana organizza e gestisce il funzionamento dei mercati di strumenti finanziari dal 1998¹³.

La quotazione permette:

- alla società quotanda:
 - 1) di ottenere un ingente quantità di risorse finanziarie;
 - 2) di aumentare la propria visibilità e notorietà;
 - 3) di migliorare l'organizzazione aziendale;
 - 4) di monitorare costantemente il valore azionario.
- ai soci:
 - 1) di rendere il loro investimento prontamente liquidabile.

Allo stesso tempo però, l'imprenditore non vede sempre con favore l'apertura del capitale a terzi, in quanto la quotazione:

- può diluire la partecipazione dei vecchi soci;
- determina una serie di costi da sostenere, sia in fase di Ipo che in fase post Ipo;

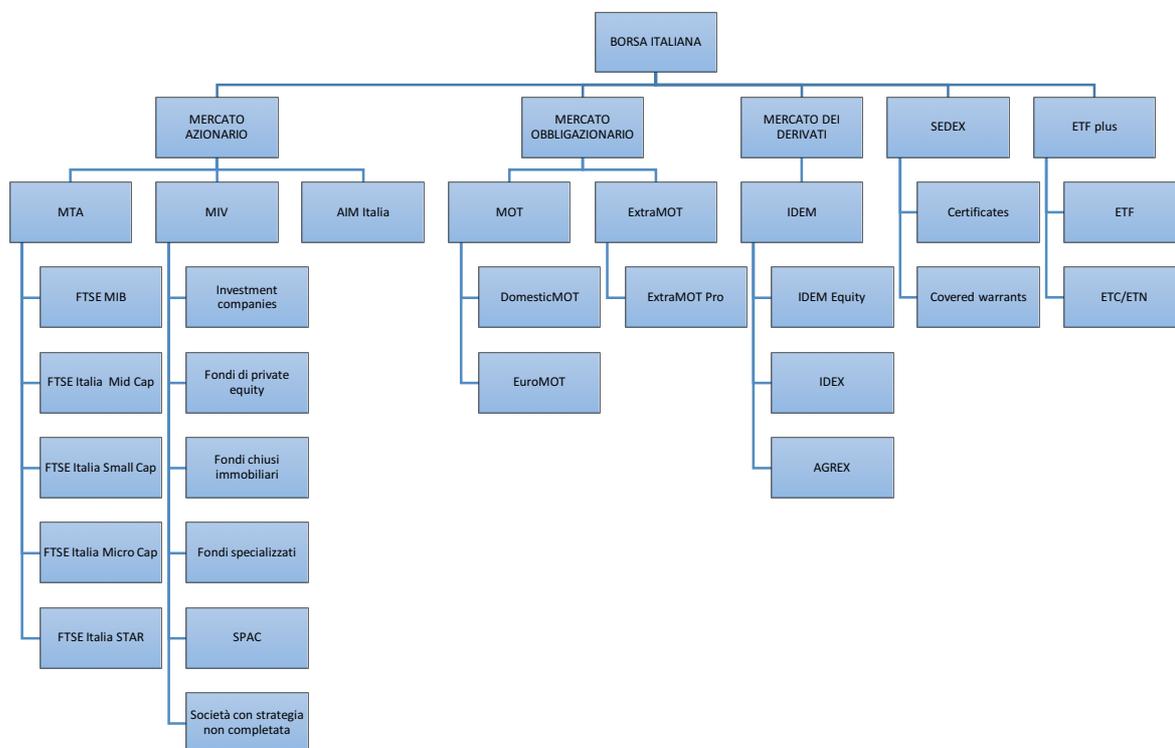
¹² Si veda, Parrini L., *op. cit.*, p.43 ss.

¹³ Sul punto, Borsa Italiana, *Chi siamo*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

- non permette di sfruttare gli stessi benefici del debito in termini di deducibilità degli interessi passivi dal reddito.

3. I mercati di Borsa Italiana: il mercato AIM Italia

Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni su una serie di mercati: il mercato obbligazionario, dei derivati, dei securitised derivatives, degli ETF e degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati, ed infine, il mercato azionario¹⁴.



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana

L'attenzione viene posta, in particolare, sul mercato AIM Italia. Si tratta del mercato dedicato alle PMI Italiane ad alto potenziale di crescita che cercano visibilità e risorse

¹⁴ Si veda, Borsa Italiana, *Chi siamo*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

finanziarie da poter investire¹⁵. AIM Italia nasce nel 2008 quando già era presente un altro mercato al quale le PMI Italiane potevano accedere: il MAC (Mercato Alternativo dei Capitali). Nel 2012 AIM Italia consolida la sua attività in quanto vengono accorpati i precedenti mercati AIM Italia e MAC, diventando quindi l'unico mercato dedicato alle PMI¹⁶.

Il mercato in esame è improntato sulla struttura del mercato AIM inglese che vanta oltre 20 anni di esperienza, ma fa anche riferimento alle caratteristiche e esigenze delle imprese italiane.

Numerosi fattori hanno permesso al mercato AIM di attirare la quotazione di molte aziende negli ultimi anni. La riduzione dei prestiti bancari a causa della crisi finanziaria, la consapevolezza che il ricorso al capitale di credito non è né sufficiente né efficiente per finanziare progetti di investimento, la volontà di migliorare la struttura finanziaria e di garantire visibilità alla propria attività hanno incentivato le aziende a quotarsi sul mercato AIM Italia che oggi conta 74 società quotate ed una capitalizzazione complessiva di 2,8 miliardi¹⁷.

I fattori che hanno garantito e continuano a garantire il successo di tale mercato sono:

- la richiesta di minori adempimenti sia nella fase pre che post quotazione (requisiti di ammissione e permanenza semplificati);
- tempistiche meno stringenti e costi più contenuti rispetto a quanto previsto nel mercato MTA;
- un processo semplificato che permette alle aziende di quotarsi, di patrimonializzarsi e di migliorare la propria organizzazione;
- visibilità internazionale¹⁸.

Di seguito si riportano i principali market players del mercato:

- il Nomad;
- il Global Coordinator;
- lo Specialist;
- i Consulenti legali;

¹⁵ Si veda, Borsa Italiana, *AIM ITALIA- COS'E' AIM ITALIA*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.htm>

¹⁶ Ibidem

¹⁷ Cfr. Borsa Italiana, *Analisi e statistiche*, disponibile su http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/aimitaliastat/2016/aimitalia201603_pdf.htm

¹⁸ Si veda, Borsa Italiana, *AIM ITALIA- COS'E' AIM ITALIA*, cit.

- la società di revisione;
- l'advisor finanziario;
- la società di comunicazione finanziaria.

Ai fini dell'ammissione, è richiesto il rispetto di requisiti in termini formali e sostanziali. Quelli formali sono diversi in base al mercato sul quale una società intende quotarsi; varia ad esempio il flottante, la documentazione e la dimensione aziendale richiesta.

A tal fine, appare estremamente utile, effettuare un paragone tra i requisiti formali richiesti in sede di ammissione sul mercato MTA, STAR e AIM Italia.

Requisiti formali in fase di IPO:

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Istituzionale
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
Market cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n.independenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad

Fonte: Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, cit.

Requisiti formali post IPO:

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (Regolamento AIM)
OPA	TUF – 30% per obbligatoria, 60% per preventiva, 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	NO
Dati semestrali	Si – entro 60 giorni da chiusura semestre	Si – entro 60 giorni da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, cit.

CAPITOLO SECONDO

1. La leva finanziaria e la leva azionaria

Come precedentemente esaminato, le PMI italiane sono fortemente dipendenti dal sistema bancario. Al fine di diversificare le varie fonti di finanziamento, sono stati emanati, nel 2012, due Decreti Sviluppo che prevedono la possibilità per le PMI non quotate di emettere i cosiddetti “mini-bond” sul mercato obbligazionario¹⁹. I decreti in esame sono il Decreto sviluppo (Decreto legge del 22 giugno 2012, n. 83) e il Decreto sviluppo bis (Decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179). Le novità introdotte riguardano sia vantaggi fiscali sia la rimozione dei vincoli quantitativi all’emissione di obbligazioni da parte delle Pmi non quotate²⁰.

Nonostante gli sforzi effettuati al fine di rendere più variegato il passivo dello stato patrimoniale delle PMI, il sistema economico italiano tende sempre ad essere fortemente dipendente dal comparto bancario.

La dimensione dell’indebitamento finanziario incide, sia sul rapporto di indebitamento (visto come rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri), sia sul costo dello stesso (maggiore è il livello di leverage, maggiore è la probabilità di default e maggiore sarà il rendimento richiesto dai futuri finanziatori).

Lo studio della leva finanziaria, legata al concetto di indebitamento, si fonda sull’analisi dei dati del bilancio una volta effettuata una riclassificazione di tipo economico di Stato Patrimoniale e Conto Economico. Il tema in questione risulta particolarmente importante in quanto le aziende possono porre in essere strategie finanziarie in grado di influenzare il valore della redditività destinata agli azionisti (Roe: tasso di ritorno sul capitale di rischio investito nella gestione). Si parla, in merito, di “*Effetto di leva finanziaria*” o “*effetto leverage*”, ossia, l’effetto di un aumento nell’indebitamento che viene trasferito sul valore del ROE.

Il legame tra ROE e struttura finanziaria è dimostrato dalla seguente relazione:

$$ROE_n: [RONA_I + Q (RONA_I - T_f)] (1 - \alpha)$$

Fonte: Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio, Strumenti per l’analisi della gestione aziendale*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, 2003

¹⁹ Sul punto, Calugi R., Morelli V., Paglietti G., *I mini-bond. Istruzioni per l’uso*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/minibondistruzioniperluso2014.pdf>

²⁰ Ibidem

Dove:

- ROE_n : tasso di ritorno degli investimenti in capitale di rischio al netto delle imposte d'esercizio.
- $RONA_I$ (Return on net assets): tasso di ritorno di tutto il capitale investito nella gestione aziendale.
- Q : quoziente di indebitamento finanziario, dato dal rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri. Esprime l'intensità del debito per ciascuna unità di capitale finanziato tramite capitale di rischio²¹.
- T_f : tasso medio di onerosità dei finanziamenti: calcolato come rapporto tra oneri finanziari (OF) e debiti finanziari (DF)²².
- α : aliquota di imposizione fiscale. Tanto più alto è il coefficiente, tanto minore sarà la redditività per gli azionisti²³. $(1-\alpha)$ rappresenta il coefficiente di defiscalizzazione che consente di passare dal ROE ante imposte, al ROE al netto delle imposte²⁴.

1° caso:

Leva finanziaria positiva:

La leva finanziaria risulta positiva quando $(RONA_I - T_f) > 0$, ossia quando $RONA_I > T_f$. In questa situazione, la leva finanziaria genera un effetto positivo o moltiplicatore sul ROE, tanto maggiore quanto più alto è il quoziente di indebitamento.

2° caso:

Leva finanziaria negativa:

La leva finanziaria risulta negativa quando $(RONA_I - T_f) < 0$, ossia quando $T_f > RONA_I$. In tal caso, più il quoziente di indebitamento è alto, più la leva genera un effetto riduttore sul valore del ROE. Gli unici che beneficiano di tale situazione sono i finanziatori in quanto vengono

²¹ Si veda, Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *op. cit.*, p. 401 ss.

²² *Ibidem*. Si ricorda in merito l'importanza di effettuare sempre un'analisi coerente tra i dati di bilancio. Qualora si utilizzi uno schema di Stato Patrimoniale a saldi chiusi (con scorta liquida a riduzione dei debiti finanziari), il tasso medio dei finanziamenti non può essere calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari al netto della scorta liquida. Al fine di rendere i valori coerenti, i proventi della scorta liquida, devono essere riclassificati a riduzione degli oneri finanziari in Conto Economico. Il nuovo indice sarà quindi calcolato come rapporto tra oneri finanziari netti e debiti finanziari netti. Per semplicità, si procederà con l'uso dello schema a saldi aperti, potendo così calcolare l'indice in esame semplicemente come OF/DF. In quest'ultimo caso, i proventi della scorta liquida saranno classificati all'interno dell'area extra operativa in Conto Economico.

²³ *Ibidem*, p. 432.

²⁴ *Ibidem*; si ricordi che l'aliquota può essere effettiva o teorica. È effettiva nel caso in cui si utilizza la percentuale che ha effettivamente colpito il reddito d'esercizio ed è pari al rapporto tra reddito netto e reddito lordo; teorica invece, quando si utilizza la percentuale che dovrebbe gravare sul reddito d'esercizio.

remunerati ad un tasso superiore rispetto al tasso di rendimento del capitale investito che hanno concorso a finanziare.

3° caso:

Leva finanziaria nulla:

La leva finanziaria risulta nulla quando $(Rona_I - T_f) = 0$, ossia quando $T_f = Rona_I$. E' la situazione in cui il ROE risulterà uguale al $RONA_I$ (ipotizzando l'assenza di imposte).

Un quoziente di indebitamento elevato, come già esaminato, permette di migliorare la redditività per gli azionisti qualora lo spread $(RONA_I - T_f)$ risulti positivo. Ma ciò espone l'azienda a notevoli rischi. Tra questi, il rischio che il costo del debito aumenti e che l'azienda risulti inadempiente nell'onorare i propri impegni. Un indebitamento elevato rischia di compromettere, nel lungo periodo, la solidità e la redditività aziendale. Il pagamento periodico degli interessi genera rigidità nelle decisioni strategiche.

Decidere di espandere il proprio business e di mantenersi competitivi sul mercato, vuol dire avere a disposizione ingenti risorse finanziarie da investire e non essere costretti a remunerazioni periodiche che non fanno altro che ridurre libertà e denaro.

Questo è il motivo che induce molte società ad intraprendere la strada della quotazione. Per poter crescere è necessario abbandonare l'idea di un'impresa piccola e concentrata nelle mani di pochi. Occorre pensare al futuro, allo sviluppo e alla sopravvivenza dell'impresa.

Una particolare forma organizzativa che permettere di espandere la propria attività e crescere a livello dimensionale, è quella del "gruppo di società" ossia "l'integrazione economica di più imprese"²⁵. All'interno di un gruppo societario, si sposta l'attenzione sulla "leva azionaria", ossia sulla capacità della capogruppo di sfruttare a proprio favore il capitale investito dalle minoranze per migliorare il proprio livello di Roe.

2. La politica dei dividendi

I dividendi rappresentano la remunerazione dei portatori di risorse a titolo di capitale di rischio. Sono costituiti dalla parte di utile che non viene accantonata in azienda o reinvestita nell'attività imprenditoriale, ma, al contrario, viene distribuita ai soci. Si tratta di una remunerazione né prestabilita nell'ammontare né periodica. La società, sulla base dell'andamento della gestione o del tipo di decisioni strategiche assunte, stabilisce se e

²⁵ Cfr. Si veda, Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, CEDAM, Padova, 2010, p.259.

quanta parte dell'utile distribuire in un determinato esercizio. A volte però, tale libertà non è assoluta. La presenza di indebitamento, infatti, costringe la società a remunerare periodicamente i portatori di capitale di credito, sottraendo così ingenti risorse dal circuito aziendale.

Si ipotizzi una società che ha già onorato gli impegni derivanti dal debito. In caso di utile a disposizione, le alternative sono:

- reinvestire o accantonare lo stesso in azienda
e/o
- distribuire lo stesso ai soci.

Il reinvestimento degli utili è ottimale nel caso in cui esistano progetti redditizi da cui l'impresa può trarre vantaggio. L'accantonamento invece, è destinato a creare una sorta di cuscinetto in grado di fronteggiare eventuali tensioni finanziarie future. Nel caso i soci di un'azienda siano tutti interessati e partecipi nella gestione dell'impresa affinché questa sia condotta efficientemente, la politica ottimale è sicuramente quella della non distribuzione dei dividendi, ma del reinvestimento degli utili. Tale idea ben si adatta a realtà di piccole e medie dimensioni caratterizzate dalla concentrazione della proprietà nelle mani di un socio o di pochi soggetti appartenenti alla stessa famiglia fondatrice²⁶.

Invece, la distribuzione degli utili sotto forma di dividendi può dipendere:

- dall'intento della società di segnalare al mercato che la propria gestione genera e continuerà a generare risultati positivi. L'obiettivo è quello di comunicare al mercato buone prospettive di sviluppo futuro e di attrarre nuovi investitori (*dividend signaling*)²⁷.
- dall'esistenza di forti conflitti di interesse all'interno della proprietà. È il caso di società a proprietà diffusa, in cui, alcuni soci sono interessati alla gestione aziendale e all'apprezzamento del titolo nel lungo periodo, altri invece hanno come obiettivo il profitto nel breve termine mediante l'ottenimento dei dividendi. Al fine di conciliare gli interessi e di mantenere alcuni soci nel capitale azionario, la distribuzione dell'utile rappresenta una scelta quasi imposta e forzata.

²⁶ Si ricordi che va sempre esaminata la causa della scelta di non distribuire dividendi. Qualora il motivo sia quello di voler destinare gli utili a progetti redditizi, i soci non possono far altro che beneficiare di ciò. Qualora invece il motivo sia dovuto all'assenza di risorse finanziarie, perché l'attività risulta in perdita o perché destinate interamente alla soddisfazione degli oneri del debito, i soci non possono che subire il rischio di un deprezzamento della propria partecipazione.

²⁷ Sul punto, Berk J., DeMarzo P., *Corporate Finance*, third edition, Pearson, 2014, p. 609.

Quanto appena descritto porta a concludere che la politica dei dividendi varia in funzione:

- della struttura finanziaria, che sia più o meno orientata all'indebitamento;
- della concentrazione o meno della proprietà sociale nelle mani di pochi soci.

CAPITOLO TERZO

1. La leva finanziaria e la politica dei dividendi nel campione di riferimento

L'obiettivo dell'elaborato è esaminare come varia la struttura finanziaria delle PMI italiane a seguito della quotazione sul mercato AIM Italia.

Sono stati analizzati i dati di bilancio relativi ai 2 esercizi che precedono e ai 2 esercizi che seguono la quotazione sul mercato AIM Italia.

I bilanci più recenti, pubblicati sul sito web di ciascuna società, si riferiscono al 31/12/2014 in quanto quelli relativi all'esercizio 2015 non sono stati ancora approvati. Ciò ha portato ad analizzare esclusivamente quelle società la cui quotazione è avvenuta nel 2013, in modo da esaminare come bilanci pre quotazione quelli al 31/12/2011 e al 31/12/2012 e come bilanci post quotazione quelli al 31/12/2013 e al 31/12/2014. Nel 2013 sono entrate nel mercato AIM Italia 15 società²⁸; ai fini della presente analisi, è stato scelto un campione di 4 società, appartenenti a settori diversi. Si tratta di:

- Enertronica;
- Italia Independent Group;
- Digital Magics;
- Safe Bag.

A tal fine è stata effettuata, per ciascuna impresa e per ciascun esercizio esaminato, una riclassificazione dei dati di bilancio secondo il criterio economico.

I risultati emersi sono riassunti nelle tabelle che si riportano di seguito:

²⁸ Cfr. Borsa Italiana, *Archivio quotazioni*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/archivioquotazioni.htm>

Leva finanziaria Enertronica:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-5,80%	9,19%	8,77%	20,29%
Tf	5,77%	3,41%	6,86%	2,16%
leva finanziaria	-11,58%	5,78%	1,91%	18,13%
Q	646,84%	167,06%	293,72%	423,27%
ROE lordo	-80,69%	18,84%	14,39%	97,03%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Enertronica, corporate website

Leva finanziaria Italia Independent Group:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-8,44%	-3,93%	0,61%	1,81%
Tf	4,05%	5,09%	0,36%	0,02%
leva finanziaria	-12,49%	-9,02%	0,25%	1,79%
Q	1,41%	0,25%	2,69%	3,65%
ROE lordo	-8,62%	-3,96%	0,62%	1,88%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Italia Independent Group, corporate website

Leva finanziaria Digital Magics:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-4,45%	-3,28%	-0,33%	38,38%
Tf	3,95%	22,91%	9,04%	9,69%
leva finanziaria	-8,39%	-26,19%	-9,38%	28,69%
Q	31,20%	9,90%	112,84%	95,97%
ROE lordo	-7,06%	-5,87%	-10,91%	65,91%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Digital Magics, corporate website

Leva finanziaria Safe Bag:

	2014	2013	2012	2011
RONA Integrale	-4,47%	1,60%	2,38%	-429,68%
Tf	11,32%	4,26%	14,52%	7,36%
leva finanziaria	-15,80%	-2,66%	-12,14%	-437,04%
Q	11,69%	5,18%	1,09%	-121,18%
ROE lordo	-6,32%	1,46%	2,24%	99,91%

Fonte: elaborazioni su bilanci societari Safe Bag, corporate website

Le situazioni analizzate mostrano come, coerentemente a quanto già previsto, la struttura finanziaria tende a migliorare nel periodo immediatamente seguente la quotazione in quanto l'apporto di risorse da parte di soggetti esterni consente di incrementare il livello dei mezzi propri.

Sono emerse inoltre situazioni comuni durante l'anno successivo all'IPO:

- il Rona Integrale risulta sempre negativo e in calo rispetto al periodo precedente, presentando inoltre un valore sempre minore rispetto a quello dell'onerosità dei finanziamenti, rendendo così il fattore di leva finanziaria inferiore a zero.
- il quoziente di indebitamento inoltre, tende a peggiorare nuovamente durante l'esercizio successivo alla quotazione. I dati di bilancio riclassificati mostrano che il peggioramento è dovuto ad un aumento nei debiti finanziari;
- la redditività generata per gli azionisti risulta dunque, sempre negativa ed in calo. Si può quindi affermare che durante gli anni post IPO, la gestione imprenditoriale non è in grado di sfruttare positivamente l'effetto leverage.

La Borsa consente di patrimonializzare l'impresa, ma al contrario di quanto ci si possa aspettare, il livello di indebitamento comincia a salire già durante il secondo anno successivo all'IPO.

Perché il ROE è sempre negativo nel periodo successivo la quotazione? Non si deve dimenticare che l'intero processo che consente di entrare sul mercato di Borsa comporta il sostenimento di una serie di costi e investimenti i cui ritorni sono differiti nel tempo. Ciò giustifica il ridotto, e a volte negativo, livello di redditività durante i primi anni post IPO.

Inoltre, la realtà smentisce anche quanto ci si può aspettare in merito alla politica dei dividendi adottata dalle società appena quotate. L'apertura del capitale proprio a terzi e la divergenza di opinioni e interessi, dovrebbe indurre le aziende a distribuire dividendi più di quanto facessero nel periodo ante quotazione. Ciò che accade nella realtà è che la maggior parte delle società del mercato AIM Italia (e tra queste le società del campione analizzato) non distribuisce dividendi²⁹. Sicuramente la scelta è guidata da quelli che sono gli obiettivi di fondo della quotazione: sviluppare e rafforzare il proprio business, ma anche intraprendere ambiziosi progetti di investimento. Ciò induce le aziende a trattenere gli utili e a reinvestirli.

²⁹ Si veda, Borsa Italiana, *Calendario bilanci e dividendi*, disponibile su http://www.borsaitaliana.it/azioni/documenti/calendariobilanci dividendi/calendario-bilanci-dividendi-aim_pdf.htm

Nonostante ciò, alcune società, tra cui la First Capital S.P.A., la Leone Film Group S.P.A. e la Rosetti Marino, hanno adottato una politica di distribuzione dei dividendi, realizzando così un equilibrio tra autofinanziamento e remunerazione del capitale proprio³⁰.

Ciò porta a concludere che le società in questione operano sul mercato sulla base di una strategia di “*dividend smoothing*”, ossia una strategia che le induce a variare poco frequentemente la politica di distribuzione dei dividendi, mantenendo il livello di questi ultimi costante nel tempo³¹.

³⁰ Ibidem; sul punto, Lambiase A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2015, p. 62.

³¹ Sul punto, Berk J., DeMarzo P., *op. cit.*, p. 608: “Firms adjust dividends relatively infrequently, and dividends are much less volatile than earnings. This practice of maintaining relatively constant dividends is called dividend smoothing. Firms also increase dividends much more frequently than they cut them .. these observations resulted from (1) management’s belief that investors prefer stable dividends with sustained growth, and (2) management’s desire to maintain a long-term target level of dividends as a fraction of earnings”.

Conclusioni

“Dagli anni 80 fino al 2008 vi è stata una tendenza costante, da parte delle aziende quotate, ad aumentare il debito in rapporto al capitale fino ad arrivare a quasi un euro e mezzo di debito rispetto a un euro di capitale detenuto. Subito dopo la crisi del 2008 tutto il mondo si è però orientato a ridurre il debito e aumentare il capitale. Il nostro Paese invece è molto indietro in questo processo. Infatti il capitale nelle aziende italiane è a malapena salito dall’inizio della crisi e il rapporto debito/capitale, già molto elevato ancora dagli anni 2000, si è ridotto a un valore di 2, che però è ancora più che doppio rispetto a quanto sta facendo il resto del mondo”³²: sono le parole di Galiazzo della società di consulenza Tiche di Treviso.

Poiché il sistema economico italiano non riesce a rendersi indipendente dal comparto bancario, la quotazione è sicuramente una delle migliori strategie da intraprendere qualora si voglia migliorare la propria struttura finanziaria. Infatti, come affermato dal presidente di Confindustria Vincenzo Boccia, una cosa è certa: “le imprese devono utilizzare strumenti alternativi e diventare meno banco-centriche ... il nostro obiettivo come imprenditori è raccogliere capitale adeguato ai piani di crescita industriale: *più capitale di rischio, meno capitale di debito* ... non dobbiamo rimanere soggiogati dalla paura di perdita del controllo”³³.

³² Si veda Frisone M., *Chi vince e chi perde con le mosse*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 Aprile 2016.

³³ Cfr. Boccia R., *Capitale di rischio, private equity, Elite: il nodo dei finanziamenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 Maggio 2016.