



Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**AIM ITALIA – MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE COME
STRUMENTO PER LA CRESCITA DELLE PMI: IL CASO EQUITA GROUP
S.P.A.**

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Matr. 214791

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

Introduzione	- 1 -
Capitolo 1: Le piccole e medie imprese nel sistema Italia	- 3 -
1.1 Quadro generale del sistema industriale italiano	- 3 -
1.2 Perdita di competitività delle PMI	- 8 -
1.2.1 <i>Governance familistica</i>	- 8 -
1.2.2 <i>L'evoluzione dei mercati</i>	- 10 -
1.3 Struttura finanziaria ottimale	- 12 -
1.3.1 <i>Proposizioni I – II di Modigliani – Miller</i>	- 13 -
1.3.2 <i>Proposizione I di Modigliani – Miller modificata</i>	- 16 -
1.3.3 <i>Trade-off Theory</i>	- 18 -
1.3.4 <i>Pecking Order Theory</i>	- 20 -
1.4 Difficoltà di finanziamento delle PMI: Crisi dei canali di credito bancari	- 21 -
Capitolo 2: Nuove prospettive per le PMI: il mercato AIM Italia	- 24 -
2.1 Alternative di finanziamento per le PMI	- 24 -
2.1.1 <i>Mercato azionario</i>	- 25 -
2.1.2 <i>Piani Individuali di Risparmio (PIR)</i>	- 28 -
2.1.3 <i>Special Purpose Acquisition Company (SPAC)</i>	- 30 -
2.2 Avvicinamento all'economia di mercato anglosassone: l'esperienza del mercato AIM UK	- 32 -
2.3 Storia del mercato AIM Italia	- 35 -
2.4 Requisiti di partecipazione al mercato AIM Italia	- 38 -
2.6 Costi di quotazione	- 44 -
2.6.1 <i>Credito d'imposta sui costi di quotazione</i>	- 45 -
2.6.2 <i>Il fenomeno dell'Underpricing nelle IPO</i>	- 46 -
2.7 Contributo di un esperto del settore: Dottor Renato Maviglia	- 49 -
Capitolo 3: Il caso di Equita Group S.p.a.: L'investment bank indipendente, leader nel settore delle mid & small caps	- 54 -
3.1 Storia dell'azienda: da Euromobiliare S.p.a. ad Equita Group S.p.a.	- 54 -
3.2 Linee di business	- 55 -
3.3 Struttura proprietaria e corporate governance	- 57 -
3.4 Processo di quotazione su AIM Italia	- 59 -
3.5 Percorso evolutivo e di espansione: da AIM Italia a MTA Star	- 60 -
Conclusione	- 65 -
Bibliografia.....	- 67 -

Il settore industriale italiano è da sempre stato caratterizzato per la sua peculiare composizione. Lo stesso, infatti, risulta possedere una prevalenza di piccole e medie imprese di gran lunga preponderante su ogni altra tipologia societaria. Nonostante tale assetto si inserisca in un solco già bene delineato e consistente, rappresentato dall'esperienza di diverse economie europee, anch'esse caratterizzate da una grande presenza di imprese di modeste dimensioni, quello italiano costituisce il caso più emblematico e radicato di tale tendenza. Una simile organizzazione del settore industriale ha da sempre rappresentato un importante punto di forza per l'intero sistema economico nazionale; nato dalle vicissitudini post-belliche, questo ha trovato terreno fertile nell'intraprendenza e nella volontà di affrancamento e riscatto della popolazione italiana, riuscendo a ritagliarsi un ruolo fondamentale nello scacchiere economico internazionale.

Proprio tale contesto storico, tanto fervido e plenipotenziario per le future sorti economiche della nazione, ha tuttavia lasciato in dote all'intero settore industriale la problematica che, probabilmente, più di ogni altra ne ha determinato la lenta, ma inesorabile perdita di competitività internazionale alla quale oggi assistiamo. Il periodo di belligeranza vissuto in precedenza, infatti, determinò la scomparsa di infrastrutture, imprese, enti e ogni forma di coordinamento o usanza economica. Per riempire tale vuoto e ricostruire l'intero sistema economico, intervenne massicciamente lo Stato che tramite il proprio controllo, la sua proprietà e soprattutto i propri finanziamenti permise al tessuto produttivo ed imprenditoriale di ripartire. La problematica, dunque, è relativa proprio all'impianto di finanziamento del settore industriale; alla base di questa nuova organizzazione emergenziale, infatti, erano presenti istituti bancari spesso di natura statale o da essa coordinati, gli unici in grado, in un momento simile di disporre di liquidi al fine del finanziamento delle realtà societarie italiane.

Tale procedimento finanziario, già presente e radicato precedentemente in Italia, ha poi iniziato a configurarsi come prassi consolidata che non lasciasse spazio alle nuove esperienze di apertura dei mercati come avvenuto progressivamente in diverse realtà internazionali ed europee. Il vincolo rappresentato dal finanziamento bancario come unica soluzione per le piccole e medie imprese nazionali, ha inesorabilmente determinato una generica difficoltà di accesso al credito da parte delle stesse, principale causa della persistente modesta dimensione tipica della categoria.

Spesse volte, infatti, alcune realtà imprenditoriali per raggiungere la propria dimensione minima efficiente, avrebbero dovuto poter accedere a nuovi e ulteriori capitali, nei confronti dei

quali si sono trovate impossibilitate per il necessario razionamento dei flussi di capitali di rischio emessi dagli istituti bancari.

Oltre a al problema relativo al finanziamento delle imprese, risulta di primaria importanza anche la questione legata all'assetto proprietario delle stesse. tra le piccole e medie imprese italiane, infatti, è molto alta la presenza di proprietà familistiche non del tutto allineate con le esigenze e le caratteristiche di governance utili allo sviluppo di progetti societari competitivi nell'assetto economico globalizzato attualmente vigente.

In un simile contesto, con l'obiettivo di ridurre la dipendenza delle imprese dal canale di finanziamento bancario, Borsa Italiana S.p.a. con l'ausilio del legislatore ha previsto la costruzione e la nascita di appositi strumenti. Inizialmente il progetto si sostanziava nella previsione del mercato Expandi, successivamente sostituito nel 2008 dal mercato AIM Italia che ha progressivamente rilanciato le possibilità delle piccole e medie imprese italiane di approvvigionare capitale di rischio in modo da non rinunciare a possibilità di investimenti profittevoli che ne scoraggiassero le prospettive di crescita.

L'elaborato, dunque, si propone il fine di costruire un frame-work teorico in grado di delineare le caratteristiche e le difficoltà vissute delle piccole e medie imprese nazionali, unitamente alla descrizione delle modalità di funzionamento dei principali strumenti atti a superare le stesse, tra i quali l'AIM Italia ricopre un ruolo di primaria importanza.

Per validare le conoscenze e le evidenze empiriche riportate nel corso della dissertazione, infine, è stato inserito un caso studio, relativo alla società finanziaria Equita Group S.p.a., che ripercorrendone il processo evolutivo, mostra le potenzialità offerte alla stessa dal mercato AIM Italia.

Le piccole e medie imprese nel sistema Italia

1.1 Quadro generale del sistema industriale italiano

Il sistema industriale italiano presenta un'organizzazione del tutto peculiare rispetto a quella vigente in altri paesi europei e non. Il tessuto industriale in Italia, infatti, è da sempre stato caratterizzato da una grande rilevanza delle piccole e medie imprese, di seguito denominate come PMI. L'importanza che queste rivestono nel settore industriale nostrano trova ulteriore conferma nel confronto con lo scenario europeo, dal momento che l'Italia registra il più elevato numero in Europa di società di piccola e media dimensione.

Queste, diffuse più o meno omogeneamente nei settori produttivi tradizionali, sovrastano numericamente imprese con dimensioni maggiori in termini di fatturato ed occupati. Esse, infatti, costituiscono una realtà molto significativa; i dati 2013, diffusi dalla Commissione Europea, riscontrano come in Italia su quasi 4 milioni di imprese attive il 99,9% sia costituito da imprese di ridotte dimensioni e solo lo 0,1% residuo sia rappresentato da imprese di grandi dimensioni.

Proprio in virtù di tale preponderanza è di vitale importanza, per l'intero sistema economico italiano, riuscire a tutelarle e mantenerle competitive. Il seguente elaborato, dunque, si propone di analizzare le modalità e le fattispecie che potrebbero aiutare tali realtà a consolidarsi nell'ambito di mercati internazionali, sempre più competitivi e performanti, con particolare attenzione a nuovi modi di reperire risorse finanziarie, tramite prassi innovative rispetto a quelle abitualmente vigenti nel nostro paese.

In virtù di tale assetto produttivo, si sono venuti a costituire i cosiddetti distretti industriali, definiti come “un'entità socio-territoriale caratterizzata dalla compresenza attiva, in un'area territoriale circoscritta, naturalisticamente e storicamente determinata, di una comunità di persone e di una popolazione di imprese industriali, che tendono ad interpenetrarsi a vicenda... e una rete stabile di collegamenti del distretto coi suoi fornitori e coi suoi clienti”¹.

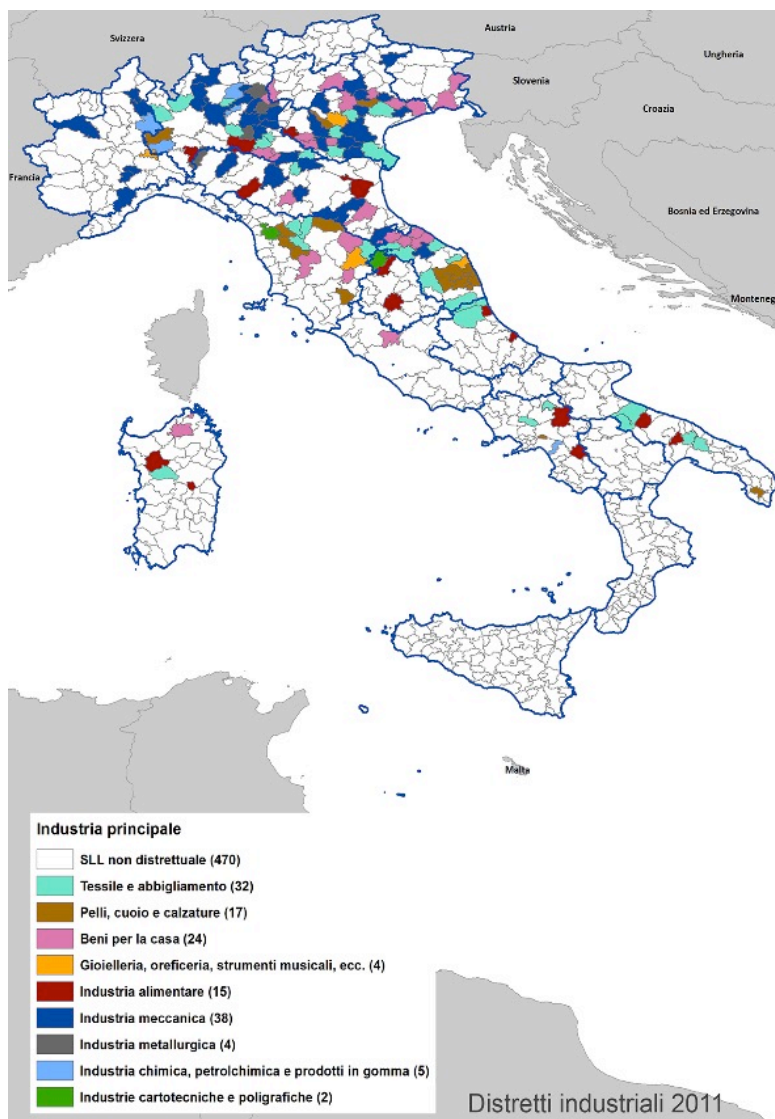
I distretti industriali costituiscono circa un quarto del sistema produttivo del Paese, in termini sia di numero di sistemi locali del lavoro² (il 23,1% del totale), sia di addetti (il 24,5% del totale). Ogni distretto, in media, è costituito da 15 comuni, abitato da 94.513 persone e presidiato da 8.173 unità locali che assorbono 34.663 addetti. Come mostrato dalla figura 1.1, il maggior numero di

¹ Becattini G., “Riflessioni sul distretto industriale marshalliano come concetto socio-economico”, *Stato e Mercato*, n. 25, 1989, pp. 111-128.

² I sistemi locali del lavoro (SLL) rappresentano una griglia territoriale i cui confini sono definiti utilizzando i flussi degli spostamenti giornalieri casa/lavoro, rilevati in occasione dei Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

distretti (45) è localizzato al Nord-est, tradizionalmente l'area territoriale di riferimento del modello distrettuale italiano. Nel Nord-est oltre due terzi dei SLL corrispondono a distretti industriali. Il Nord-ovest presenta 37 distretti (il 58,7% dei propri SLL) e il Centro ne presenta 38 (il 71,7% dei propri SLL). Nel Sud sono presenti 17 distretti, mentre nelle Isole sono concentrati unicamente in Sardegna, dove tutti i sistemi locali manifatturieri hanno le caratteristiche distrettuali (4)³.

Figura 1: distribuzione geografica dei distretti industriali in Italia
 [Fonte: ISTAT, censimento 2011]



Grazie alla specializzazione e alla flessibilità, conferite al sistema economico dall'assetto distrettuale, gli anni di recessione che si sono e si stanno tutt'ora susseguendo, pur avendo inevitabilmente deteriorato il tessuto produttivo ed industriale italiano, non sono riusciti a scardinare la presenza sul territorio delle piccole e medie imprese sopra citate.

³ ISTAT, "I distretti industriali", comunicato stampa, 24/02/2015

Per definire e classificare una PMI, è necessario far riferimento alle linee guida appositamente previste dalla normativa europea già dal 1996 e poi aggiornate nel 2003. Questa predispone due ordini di criteri da dover rispettare al fine dell'individuazione di una PMI:

- Criterio del numero di occupati
- Criteri finanziari:
 - criterio del fatturato
 - criterio del totale di bilancio

Per poter essere considerate PMI, le candidate devono rispettare congiuntamente il criterio degli effettivi e almeno uno dei criteri finanziari. In base al rispetto delle soglie previste da ciascun criterio, si possono dunque distinguere tre tipologie di imprese:

Tabella 1: Soglie dei criteri di appartenenza alle categorie delle PMI

tipo	occupati		Fatturato (mln euro)		Totale di bilancio (mln euro)
Microimpresa	<10	e	≤ 2	oppure	≤ 2
Piccola impresa	<50	e	≤ 10	oppure	≤ 10
Media impresa	< 250	e	≤ 50	oppure	≤ 43

Il numero di occupati od effettivi, è il criterio più importante per poter individuare una PMI, d'altra parte si è ritenuto utile prevedere anche delle specifiche finanziarie, per perseguire maggiore completezza di informazione, relativa alla reale importanza dell'impresa e la sua forza in un contesto di mercato concorrenziale. In ogni caso va affermato come possano rientrare nella categoria, esclusivamente imprese esercenti attività di tipo economico, con particolare riguardo alle entità che esercitano attività di tipo artigianale o altre attività a titolo familiare o individuale. La classificazione inoltre prevede che le imprese, oltre ai criteri sopra citati, debbano possedere anche il requisito di indipendenza, non configurandosi come imprese associate o collegate. Generalmente si può considerare indipendente un'impresa il cui capitale o i cui diritti di voto non siano detenuti per più del 25% da una o più imprese non conformi alla definizione di piccola o media impresa. Qualora tale requisito non sia rispettato, al fine di determinare la dimensione aziendale, è necessario sommare in proporzione o in toto il numero degli occupati e il fatturato o totale di bilancio delle imprese associate o collegate.

Per il calcolo del numero degli effettivi si fa riferimento al numero di unità lavorative anno (ULA), ovvero il numero di persone che abbiano lavorato nell'impresa o per conto della stessa, a

tempo pieno, durante tutto l'anno in questione. Per quanto riguarda gli importi finanziari, invece, questi vengono calcolati, su base annua, tenendo conto dei dati relativi all'ultimo esercizio contabile chiuso.⁴

L'analisi sin qui condotta mostra la rilevanza delle PMI nel sistema industriale nazionale, tale caratteristica si accentua considerando i dati relativi a tre grandezze inerenti a numero di imprese, numero di dipendenti occupati e valore aggiunto prodotto.

Tabella 2: numero di imprese. [Fonte: Eurostat]

	Italia		UE-28
	Numero	Quota	Quota
Microimprese	3.527.452	94,8%	94,8%
Piccole imprese	171.658	4,6%	6,4%
Medie imprese	19.126	0,5%	1,0%
PMI	3.718.236	99,9%	99,8%
Grandi imprese	3.139	0,1%	0,2%
totale	3.721.375	100,0%	100,0%

Secondo i dati più recenti, forniti dalla banca dati dell'Eurostat sulle statistiche strutturali di impresa⁵, infatti, su un ammontare totale di 3.721.375 milioni di imprese, ben il 99,9% è rappresentato dalla categoria delle PMI, attestando inoltre il valore nazionale poco al di sopra della media europea di 99,8%. All'interno della categoria la rilevanza maggiore è occupata dalla microimprese che, superando anche in questo caso la media europea, si impongono sulle piccole e medie alle quali rimane poco più del 5% sul totale di categoria.

Tabella 3: Numero di dipendenti occupati. [Fonte: Eurostat]

	Italia		UE-28
	Numero	Quota	Quota
Microimprese	6.629.987	45,8%	29,10%
Piccole imprese	3.049.373	21%	20,60%
Medie imprese	1.837.003	12,7%	17,20%
PMI	11.516.365	79,6%	66,90%
Grandi imprese	2.960.003	20,4%	33,10%
totale	14.476.368	100,0%	100,00%

⁴ "Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese", (Testo rilevante ai fini del SEE) [notificata con il numero C(2003) 1422], <<http://data.europa.eu/eli/reco/2003/361/oj>>

⁵ Cfr. "Scheda informativa SBA-Italia-2014", Ref. Ares(2015)715923 - 19/02/2015

Altro parametro utile ai fini dell'analisi è quello relativo al numero di dipendenti occupati dalle varie categorie di imprese presenti su territorio nazionale, che vede la categoria delle PMI impiegare un numero di 11.516.365 milioni di lavoratori, rappresentando il 79,6% del totale. La suddivisione interna alla categoria risulta in questo caso più omogenea, comunque fortemente appannaggio delle microimprese, che occupano ben 6.629.987 milioni di lavoratori contro i 4.886.378 milioni impiegati cumulativamente da medie e piccole imprese. È interessante notare come a livello europeo, con il 66,9%, la percentuale di lavoratori occupati dalla categoria della PMI sia sensibilmente inferiore rispetto a quella italiana, che presenta uno scarto di oltre dieci punti percentuali.

Tabella 4: Valore aggiunto. [Fonte: Eurostat]

	Italia		UE-28
	Miliardi	Quota	Quota
Microimprese	201	30,4%	21,60%
Piccole imprese	141	21,3%	18,20%
Medie imprese	118	17,8%	18,30%
PMI	459	69,5%	58,10%
Grandi imprese	201	30,5%	41,90%
totale	661	100,0%	100,00%

L'ultimo indicatore in analisi è relativo al valore aggiunto industriale, che è una misura appropriata per quantificare l'esito dell'attività da parte di una singola impresa o settore, rispetto alla nozione di produzione, misurando dunque l'apporto che ciascuna impresa fornisce alla formazione del PIL. Su un ammontare totale di 661 miliardi di euro di valore aggiunto prodotto dall'intero settore industriale italiano, la statistica indica come il 69,5% sia riconducibile al contributo delle PMI. All'interno della categoria, le microimprese pesano per il 30,4%, avendo generato valore aggiunto per 201 miliardi di euro, mentre piccole e medie imprese partecipano rispettivamente per il 21,3% e il 17,8%, avendo generato cumulativamente 259 miliardi di euro di valore aggiunto. Anche in questo caso il confronto della statistica nazionale con la media europea evidenzia una maggiore rilevanza della categoria delle PMI alla formazione del dato complessivo italiano: con una quota pari al 58,1%, la media europea si attesta ad un livello inferiore di oltre undici punti percentuali rispetto a quella nostrana.

1.2 Perdita di competitività delle PMI

Il risultato principale offerto dalla precedente analisi dimostra come le piccole e medie imprese siano alla base dell'intera struttura industriale, rendendo palese l'importanza che la salute delle stesse ricopre per il sistema economico italiano generalmente inteso. Negli ultimi decenni, infatti, si sono verificati diversi mutamenti che hanno determinato una costante diminuzione della produttività dell'intero sistema italiano. Questo trend è esistente almeno da venti anni, lo dimostra il periodo 1995 – 2015, durante il quale la crescita media annua della produttività del lavoro in Italia è stata significativamente inferiore a quella dell'Unione europea (+0,3% contro +1,6%)⁶. Questo è un grande problema poiché si ripercuote in un'inevitabile diminuzione della competitività nel settore industriale e nell'intero paese.

Nello stesso lasso temporale, si sono abbattute diverse fasi di recessione sul sistema europeo, avendo delle importanti implicazioni a livello italiano. L'economia del nostro paese non si è dimostrata adeguatamente preparata a fronteggiare la crisi del 2008, riacutizzatasi poi nel 2012 quando passò ad interessare il debito sovrano della nazione, mostrando gravi problemi di ordine strutturale, insiti nel tessuto economico e produttivo. In tale contesto, molte delle PMI che costituivano l'impalcatura del sistema economico hanno attraversato momenti di grande difficoltà, non riuscendo più a sfruttare la domanda interna, in forte e costante declino in quegli anni, tantomeno ad imporsi sui mercati internazionali dove, del resto, le stesse erano abituate a riscuotere un considerevole successo, giustificato dalla vocazione all'export del nostro paese. Per quantificare l'impatto della recessione sulla categoria delle PMI, basti pensare che, nel periodo compreso tra il 2007 e il 2014, momento di massima recessione, si è verificata una variazione negativa nel numero di piccole e medie imprese pari al 9,2%, passando dalle 150.000 presenti sul territorio nazionale nel primo anno di riferimento alle 136.200 alla fine dell'orizzonte temporale in analisi⁷.

Per dare spiegazione a tali fenomeni, sono state individuate due macro-cause; l'una relativa all'assetto di governance tipico delle PMI italiane, l'altra legata al cambiamento del mercato mondiale che si sta tutt'ora realizzando.

1.2.1 Governance familistica

La costituzione dell'assetto attuale del sistema industriale italiano ha origini molto antiche e per questo riflette esigenze e caratteristiche non in linea con le tendenze attuali. Nel periodo degli

⁶ Cfr. "Come battere la bassa produttività dell'azienda Italiana", Il Giornale delle PMI, 28/06/2017, Milano, <<http://www.giornaledellepmi.it>>

⁷ Cfr. Balda F, Castelli C, Romano G, Sambin N, Sampoli L e Schivardi F., "Rapporto Cerved PMI 2016", Cerved Group S.p.a. <<https://know.cerved.com>>.

anni '50 e '60 iniziarono a diffondersi una grande quantità di nuove aziende prettamente a conduzione familiare che, cercando di sfruttare le possibilità determinate dalla ricostruzione post-bellica, miravano ad erigere veri e propri imperi economici che innalzassero il nome della famiglia nell'albo delle più rispettabili ed importanti che la società italiana avesse conosciuto. Tale tendenza al controllo familiare delle imprese ha condotto inevitabilmente, nel corso del tempo, al mantenimento di assetti societari poco disposti ad un cambiamento rapido e flessibile, che mal si addicevano alle pratiche di crescente innovazione e reingegnerizzazione in voga negli altri paesi europei, condannando il settore industriale italiano a vivere una situazione spesso anacronistica.

La presenza di un tessuto di PMI con tali caratteristiche, dunque, ha costituito il fulcro dell'economia italiana per lunghi periodi, permettendole anche di superare momenti di grande difficoltà come quello vissuto negli anni '70, a causa delle crisi petrolifere e della successiva stagflazione. D'altra parte, lo stesso assetto imprenditoriale ha costituito un ostacolo allo sviluppo e all'ammodernamento del settore nel momento in cui le due più grandi rivoluzioni economiche del XX secolo si sono presentate con tutte le proprie difficoltà e le loro prospettive di successo, cambiando inesorabilmente il sistema economico, reso così più competitivo. Le rivoluzioni in questione sono quelle della globalizzazione dei mercati e l'avvento dell'Information Technology.

L'adeguamento a un'economia globalizzata, di fatto, ha incontrato una forte resistenza nelle peculiari caratteristiche delle imprese italiane, che usano configurarsi come piccola impresa a causa di una tradizione consolidata di proprietà e gestione familiare, spesso diffidente nei confronti del mercato. Nel contesto italiano le imprese tendono ad assumere e mantenere la piccola dimensione, influenzate da diversi fattori tra i quali il costo e la complessità degli adempimenti burocratici previsti dalla normativa per le imprese di grandi dimensioni o la maggiore articolazione organizzativa e gestionale delle stesse. Inoltre, è sempre presente una sottocultura a dir poco caratteristica che, nell'immaginario collettivo, porta a considerare l'impresa al servizio della famiglia, piuttosto che il contrario.

Tale ingerenza familiare nella gestione aziendale, espone le PMI italiane a diversi aspetti che ne limitano la competitività e l'efficienza:

- Carente dimensione organizzativa.
- Inadeguatezza del management.
- Mancanza di innovazione.

Come anticipato, la presenza di fattispecie in cui PMI sono possedute e gestite da intere famiglie è pratica diffusa nel contesto italiano. Tale tendenza conduce inevitabilmente a delle inefficienze organizzative, implicate dalla relativa anzianità del management, la ristrettezza di

esperienza internazionale o semplicemente di relazione con altre realtà che siano avulse dalla propria azienda. Spesse volte, dunque, si assiste a realtà organizzative di dimensione non adeguata all'impresa da gestire, nonché alla mancanza di formalizzazione dei processi produttivi o di controllo, che non fanno altro che deteriorare la competitività aziendale.

Altra ripercussione nefasta, derivante dall'assetto dirigenziale familistico, è quella legata alla selezione del management. In queste realtà, infatti, la scelta della linea dirigenziale, che dovrebbe rappresentare la linfa vitale di ogni organizzazione economica, non si basa su criteri meritocratici che vaghino le capacità dei candidati di massimizzare il valore degli asset posseduti dall'impresa, bensì si tramuta in una pratica ereditaria fuori da ogni logica imprenditoriale. Nonostante esistano delle eccezioni in tal senso, spesse volte, chi raccoglie il testimone non riesce a trasformare l'azienda adattandola ai cambiamenti di mercato, finendo semplicemente per riprodurre in modo passivo il modello di business del fondatore, senza affrontare i necessari processi di ammodernamento. A riprova della scarsa efficienza di tale governance, in alcuni casi la direzione d'impresa viene affidata a manager esterni, incaricati di risollevere le sorti dell'organizzazione, mediante la reingegnerizzazione dei processi di gestione e di controllo, nonché il rilancio di piani di formazione del personale e di innovazione.

Infine, proprio quella dell'innovazione, rappresenta spesso per le PMI italiane una sfida a dir poco complessa, che configura il tema dei bassi investimenti in tale ambito, come ulteriore punto critico a carico della gestione familistica. Nei mercati contemporanei infatti sussiste una rilevante necessità di continua innovazione che tuttavia le imprese italiane solo di rado riescono ad assecondare. Le difficoltà nel fronteggiare tale processo trova origine principalmente nelle modeste dimensioni della maggior parte delle aziende nostrane, dunque non in grado di generare una capacità di investimento sufficiente, congiuntamente alla concentrazione di azione delle stesse in settori molto tradizionali, naturalmente poco votati all'innovazione.

1.2.2 L'evoluzione dei mercati

L'altro grande tema che interessa le PMI italiane riguarda il mutamento delle caratteristiche dei mercati nei quali queste si trovano ad agire. Nel corso della storia economica probabilmente tali cambiamenti non sono mai stati più rapidi, duraturi e radicali di quanto non lo siano ai giorni d'oggi e questo, necessariamente influenza l'operato delle imprese.

Esistono tuttavia, diverse tipologie di cambiamento che si differenziano in funzione dell'impatto che hanno e del tempo che impiegano per svilupparlo. In tal senso si può affermare come le imprese siano sempre maggiormente chiamate a confrontarsi con i così detti megatrend,

definiti come “Grandi forze globali trasformative che hanno un impatto su chiunque nel pianeta”⁸. Si tratta infatti di grandi cambiamenti sociali o economici che avanzano a velocità diverse, ma inesorabili. Questi sono trasversali a diversi Paesi ed interessano più settori.

Nel proprio report “Megatrends 2015: Making sense of a world in motion”⁹, la nota società leader nel settore di consulenza aziendale, “Ernst & Young” ne individua ben sei che, nonostante possano sembrare a loro stanti e separati, implicano delle interconnessioni che ne determinano la capacità di modellare i mercati nel prossimo futuro:

- Futuro digitale.
- Crescita dell’imprenditorialità.
- Globalizzazione dei mercati.
- Urbanizzazione mondiale.
- Sviluppo di nuove risorse.
- Ridefinizione del concetto di salute.

Tali cambiamenti rappresentano ovviamente incredibili opportunità per le imprese in grado di fronteggiarli e sfruttarli a proprio vantaggio, d’altra parte è indubbio che esistano delle difficoltà nel farlo. Tale processo vede probabilmente le PMI italiane partire svantaggiate rispetto ad altre realtà produttive, questo in gran parte è dovuto alla caratteristica principale di tale categoria: la piccola dimensione. Per fronteggiare i megatrends, infatti, sono necessari ingenti investimenti per l’individuazione, l’analisi e la comprensione delle potenzialità da implementare. Inoltre, a causa della scarsa standardizzazione dei processi utili a sviluppare tali mega-tendenze, risulta difficoltoso anche l’accoppiamento della domanda e dell’offerta di prodotti e servizi che le riguardano; sarebbe utile in tal senso l’unione di più imprese in grado di comunicare e coordinare le proprie capacità e necessità.

Un ulteriore elemento critico a carico delle piccole e medie imprese italiane per l’adeguamento ai cambiamenti del mercato è quello, precedentemente trattato, relativo alla grande diffusione di assetti societari familistici. Questa modalità di governance, infatti, rende l’impresa, oltre che poco efficiente, anche un’organizzazione rigida e scarsamente incline al reperimento e alla formazione di nuove competenze. D’altra parte, al fine di riuscire a fronteggiare le nuove tendenze, è fondamentale la capacità tecnica ed imprenditoriale per poterle sfruttare a proprio vantaggio; molto spesso i cambiamenti in analisi sono a tal punto sfuggenti e repentini da richiedere competenze del tutto inedite per poter essere implementati

⁸Cit. Ernst & Young, “Megatrends 2015: Making sense of a world in motion”, 2015, p. 2, <<https://www.ey.com>>

⁹ Ernst & Young, “Megatrends 2015: Making sense of a world in motion”, 2015, <<https://www.ey.com>>

1.3 Struttura finanziaria ottimale

Il legame che sussiste tra impresa e proprietà, spesso, è incredibilmente forte e non permette di individuare agilmente le peculiarità, le caratteristiche e le finalità in capo all'uno e all'altro soggetto. La società, tuttavia, si configura come uno strumento sistemico tramite il quale il soggetto che la possiede e dirige è in grado di realizzare i propri obiettivi di governo.

Principio cardine nell'esercizio dell'impresa deve essere, dunque, quello dell'economicità. Con tale termine si fa riferimento al perseguimento congiunto della visione sistemica e unitaria dell'organizzazione aziendale, dell'autonomia decisionale e dell'equilibrio economico della stessa, configurando l'economicità come il criterio che porta a unitarietà queste tre caratteristiche dinamiche dell'impresa nella prospettiva del raggiungimento dei fini aziendali.¹⁰

Le finalità dell'impresa, dunque, hanno carattere economico e strumentale e sono orientate al raggiungimento di un equilibrio stabile e durevole, atto a garantire la presenza della stessa sul mercato e il superamento dei conflitti che possono generarsi in capo al soggetto economico.¹¹

Al fine di perseguire il criterio di economicità sopradescritto, l'impresa deve soddisfare due ulteriori parametri che ne determinino l'efficacia, l'efficienza e la sostenibilità operativa: l'equilibrio economico e un'adeguata potenza finanziaria.¹²

Un'organizzazione raggiunge una posizione di relativo equilibrio economico quando riesce a produrre dei ricavi tali da poter remunerare sia i fattori in posizione contrattuale, sia quelli in posizione residuale.

$$\text{Ricavi} \geq \frac{\text{Remunerazione}}{\text{fattori in posizione contrattuale}} + \frac{\text{Remunerazione}}{\text{fattori in posizione residuale}}$$

Un'adeguata potenza finanziaria, parametro di maggiore interesse ai fini della discussione in analisi, invece, viene raggiunta dall'impresa nel momento in cui essa sia capace di reperire capitale di rischio o di credito per coprire continuamente, pienamente e convenientemente il proprio fabbisogno finanziario. Questo è calcolabile come semplice differenza tra le uscite totali misurate nella fase della liquidazione e le entrate totali misurate nella fase della riscossione.

¹⁰ Cit. Bozzolan S., Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, 2012

¹¹ Cit., Bertini U., "Il Sistema d'azienda. Schema d'analisi", Giappichelli, Torino, 1990, p. 43

¹² Cit. Onida P., "Economia d'azienda", UTET, Torino, 1971, p.61

$$F.F. = \text{Uscite totali in liquidazione} - \text{Entrate totali in riscossione}$$

$$F.F._t = \sum_0^t U_i - \sum_0^t E_r$$

Alternativamente, esiste una seconda modalità di calcolo dello stesso tramite la differenza tra il totale degli impieghi al netto del valore della cassa, i fondi di rettifica, le riserve e gli utili.

$$F.F. = \text{Investimento lordo in attesa di realizzo} - \text{Fondi di rettifica e rischi} - \text{Riserve e Utili}$$

Come detto, dunque, l'alternanza delle entrate e delle uscite per operazioni di esercizio crea un disequilibrio monetario e quindi un fabbisogno finanziario. Questo viene coperto necessariamente mediante ricorso al capitale proprio e al capitale di rischio.

Alla luce della necessità che le imprese hanno di fronteggiare il proprio fabbisogno finanziario, nei prossimi paragrafi si analizzeranno le modalità tramite le quali è possibile individuare la miglior combinazione esistente tra capitale proprio e capitale di rischio, definendo così il perimetro d'azione della struttura finanziaria ottimale per un'impresa.

1.3.1 *Proposizioni I – II di Modigliani – Miller*

Esistono principalmente due modalità di trovare fondi per coprire il fabbisogno finanziario di una azienda. Questa, infatti, potrà trarre le risorse necessarie, attingendo a fondi generati internamente, che dovrebbero rappresentare la fonte primaria di finanziamento dal momento che permettono di non esporsi a costi o a interpretazioni negative insite in altre scelte, e ricorrendo all'accensione di linee di credito bancario piuttosto che all'emissioni di titoli di debito o di tipo azionario.

Identificare la combinazione di queste possibili fonti, implica la definizione e lo studio della struttura ottimale del capitale, che sia in grado di massimizzare il valore dell'impresa. Tale ricerca è stata condotta per la prima volta in maniera organica e rivoluzionaria dagli economisti Franco Modigliani e Merton Miller, che finirono per enunciare l'omonimo teorema, costituendo la base della moderna teoria sulla struttura del capitale.

- *I Proposizione:* i due studiosi si concentrarono nello studio del caso sotto particolari ipotesi del tutto irrealistiche. Questi, infatti, considerarono un mercato perfetto, caratterizzato dall'assenza di tasse, costi del fallimento e asimmetrie informative, nel quale gli azionisti

fossero in grado di replicare e neutralizzare gli effetti di qualsiasi modificazione della struttura finanziaria, dando o prendendo a prestito personalmente alle stesse condizioni praticate all' impresa. In tale contesto, M&M affermarono come il valore di mercato di qualsiasi impresa fosse indipendente dalla propria struttura finanziaria.¹³ La dimostrazione del teorema deriva dalla considerazione di una duplice opportunità di investimento: si considerino due imprese con identico flusso di reddito operativo, ma diversa struttura finanziaria.

la prima impresa non è indebitata (U), dunque il suo equity sarà uguale al proprio valore di mercato.

$$Eu = Vu$$

Un investimento pari all'1% delle azioni di questa impresa, non indebitata, equivarrà al possesso del 1% del valore della stessa, dando diritto al 1% dei suoi profitti.

<i>Investimento</i>	<i>Risultato</i>
$0.01Vu$	$0.01\pi(u)$

La seconda impresa, invece, ha ricorso all'indebitamento (L), dunque il suo equity sarà uguale al proprio valore di mercato diminuito del valore del debito contratto.

$$El = Vl - Dl$$

In questo caso un investimento pari al 1% dell'equity di L, implicherebbe il possesso di una stessa percentuale di debito dell'impresa, dando come risultato comunque il diritto ad ottenere il 1% dei profitti aziendali.

<i>Investimento</i>	<i>Risultato</i>
$0.01Dl$	$0.01Interessi$
$0.01El$	$0.01(\pi - Interessi)$
<i>Totale: $0.01(Dl+El) = 0.01Vl$</i>	<i>Totale: 0.01π</i>

Alla luce dei risultati ottenuti dall'esempio, si può effettivamente comprendere la veridicità

¹³ Cit. Modigliani F. e Miller M.H., "The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review, Vol. 48, n.3, Jun 1958, pp. 261-297

dell'affermazione del teorema e dunque l'irrelevanza della struttura finanziaria ai fini della determinazione del valore di mercato di un'impresa. I due investimenti effettuati, infatti, conducono a un medesimo risultato, d'altra parte in un mercato efficiente, come per ipotesi, due investimenti con stessi trade-off devono necessariamente avere stessi prezzi; si rende necessaria quindi l'uguaglianza del valore delle due imprese, nonostante le differenti strutture finanziarie delle stesse.

$$Vu = VU$$

A livello teorico la I Proposizione di M&M è configurabile come un'applicazione inversa del principio di additività del valore, che afferma che pur dividendo un ammontare originario in numerose parti, la somma di queste restituirà il valore iniziale. Questa è realmente la legge di conservazione del valore secondo cui il valore di un'attività, rimane inalterato indipendentemente dalla natura dei diritti su di esso vantati.¹⁴

- *II Proposizione:* Date le medesime ipotesi valide nella proposizione precedente, M&M proseguirono il proprio lavoro di analisi, considerando la relazione esistente tra il costo del capitale dell'equity, o capitale di rischio e il costo del capitale di debito, intesi in termini di rendimenti attesi. Tale relazione afferma che il tasso di rendimento atteso delle azioni di una impresa indebitata, aumenta in proporzione al rapporto debito/equity (D/E), espresso in valori di mercato. Il tasso di aumento dipende dalla differenza tra il tasso di rendimento atteso delle attività dell'impresa (r_a) e il rendimento atteso del debito (r_d). Infatti, isolando dalla formula del weighted average capital cost (WACC), il termine relativo al rendimento atteso del capitale di rischio, si ottiene l'evidenza di tale relazione.

$$re = ra + (ra - rd) \frac{D}{E}$$

In una situazione di assenza di debito, gli azionisti chiederebbero un rendimento (re) pari semplicemente a quello offerto da un portafoglio comprendente tutti i titoli dell'impresa (ra). D'altra parte, in caso di indebitamento, questi richiederebbero un premio per poter sopportare un profilo di rischio maggiore. Tale premio è rappresentato dalla seconda parte

¹⁴ Cit. Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", McGraw-Hill Education, 7ed, 2015, p. 459

del termine destro dell'equazione in considerazione $(ra-rd)D/E$. Posta in tali termini, postulando la II Proposizione l'esistenza di una relazione di proporzionalità diretta tra il rapporto di indebitamento, o di leva, e il rendimento atteso dagli azionisti, trae delle conclusioni contrastanti con quelle di irrilevanza della struttura finanziaria, implicate dalla I. Tuttavia, le due previsioni tornano nuovamente allineate, considerando che ogni aumento dei rendimenti attesi, determinati da un aumento del debito, è perfettamente controbilanciato dall'aumento del rischio da questo implicato e quindi del tasso di rendimento richiesto dagli azionisti.¹⁵

Ambo le proposizioni sono valide sotto le particolari ipotesi di perfezione dei mercati, che escludono la previsione di imposizione fiscale, costi di transizione, di fallimento e di asimmetrie informative. Considerando l'irrealità che contraddistingue tali ipotesi sui mercati realmente esistenti, la grande portata del teorema di Modigliani – Miller si origina dal fatto di avere validità proprio entro certi confini. Violando, dunque, una delle ipotesi sopradescritte, come avviene nella fattispecie dei mercati reali, le previsioni del teorema vengono meno, determinando, di contro, l'effettiva rilevanza della struttura del capitale per le imprese.

Avendo compreso l'importanza che l'assetto finanziario ricopre per un'impresa, nei prossimi paragrafi si analizzeranno delle metodologie utili a determinarne la struttura ottimale.

1.3.2 Proposizione I di Modigliani – Miller modificata

Nel corso della trattazione precedente è stata analizzata la struttura finanziaria sotto ipotesi del tutto irrealistiche di un mercato perfetto che non prevedesse costi di transazione né imposte societarie. Tuttavia, queste esistono e permettono di configurare, in caso di finanziamento tramite indebitamento, un vantaggio per l'impresa. L'interesse determinato dall'accensione di una linea di credito e su di esso calcolato, infatti, rappresenta per le imprese un costo deducibile ai fini fiscali, mentre dividendi e utili non distribuiti no. Tale vantaggio di cui un'impresa può usufruire, prende il nome di beneficio fiscale.

Tenendo a mente che il vantaggio è determinato esclusivamente dall'aliquota marginale d'imposta societaria (T_c) e dalla capacità dell'impresa di sopportare gli interessi via via maturati, si può quantificare il valore attuale del beneficio fiscale in ipotesi di mantenimento permanente del debito da parte della società, nella seguente formula.

¹⁵ Cit. Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", McGraw-Hill Education, 7ed, 2015, p. 459

$$\frac{Tc(rdD)}{rd} = TcD$$

Partendo da tale assunto, che determina l'effetto che le imposte possono avere sulla struttura finanziaria di un'impresa, sono state individuate tre teorie a riguardo che ne tenessero conto.

La prima di queste è attribuita nuovamente agli economisti Franco Modigliani e Merton Miller che, consci dell'inadeguatezza delle ipotesi di applicazione del proprio teorema, riadattarono la I proposizione, tenendo conto anche dell'imposizione fiscale.¹⁶

Secondo la nuova previsione di M&M, il valore di mercato di un'impresa sarebbe costituito dal proprio valore in caso fosse finanziata interamente tramite equity, aumentato del valore attuale del beneficio fiscale implicato dall'indebitamento.

Valore dell'impresa = valore se finanziata tramite equity + VA beneficio fiscale

Tuttavia, nell'ipotesi di mantenimento permanente del debito, tale previsione finirebbe per suggerire la bontà di un finanziamento ottenuto interamente tramite indebitamento, al fine di massimizzarne il relativo beneficio fiscale. D'altra parte, la fattispecie in considerazione è del tutto estrema ed evidenzia dei limiti nella sua applicabilità. Anche solo pensare al debito come perpetuo, infatti, non è del tutto plausibile; tale possibilità è relazionata alla capacità dell'impresa di sviluppare flussi di cassa tali da sostenere il debito, tuttavia, nessuna società è in grado di prevedere il possesso di redditi tanto capienti da poter coprire il debito e sfruttare il beneficio fiscale con certezza in eterno. Inoltre, come già mostrato in precedenza, il vantaggio fiscale dipende unicamente da due parametri: il debito e l'aliquota marginale di imposta societaria. Se per il primo termine sono stati prontamente individuati dei limiti, anche il secondo non ne è immune. L'imposizione fiscale presenta delle differenze da paese a paese e viene spesso modificata da legislature di opposte fazioni politiche, determinandone una volatilità delle aliquote che non permette di considerarle come dato endogeno del problema su un orizzonte temporale a dir poco di ampio respiro.

¹⁶ Cit. Modigliani F. e Miller MH, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, Vol. 53, n.3, Jun 1963, pp. 433-443.

1.3.3 Trade-off Theory

Una seconda teorizzazione relativa alla ricerca della struttura finanziaria ottimale di una società prende il nome di Trade-off theory. Questa pone l'accento prevalentemente su due aspetti in parte fin ora inesplorati; considera il ruolo delle imposte, così come la I proposizione modificata, inoltre si concentra sul dissesto finanziario.

$$\text{Valore dell'impresa} = \text{valore se finanziata solo con equity} + \text{VA beneficio fiscale} - \text{VA costi del dissesto}$$

La teoria afferma, dunque, come l'ottimo teorico nella strutturazione del capitale si raggiunga quando il valore attuale dei risparmi fiscali dovuti ad un maggiore debito viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi determinati dal dissesto.¹⁷

Al fine di comprendere a pieno le potenzialità e il significato della teoria è fondamentale quindi analizzarne i due elementi di peculiarità: il valore attuale del beneficio fiscale sul debito e i costi del dissesto.

- Valore attuale del beneficio fiscale del debito: essendo scesi a delle ipotesi più realistiche che prevedono l'esistenza dell'imposizione fiscale per le società, è giusto anche concentrarsi sull'esistenza delle imposte personali a carico degli azionisti. In fin dei conti, infatti, il compito di un'impresa è quello di massimizzare il proprio valore in funzione delle richieste di chi la possiede: per l'appunto gli azionisti. Sotto questo punto di vista, quindi, l'obiettivo della società dovrebbe essere quello di fissare la struttura finanziaria in modo da massimizzare il proprio reddito netto di tutte le imposte siano esse societarie o personali. Per soddisfare tale intendimento è necessario anche operare una scelta relativa alla modalità di distribuzione del valore agli investitori. Si prevede dunque di scegliere di volta in volta la modalità più conveniente sotto forma di interessi, da riconoscere agli obbligazionisti, piuttosto che in termini di reddito da azioni, sotto forma di dividendo o possibilità di capital gain da riconoscere agli azionisti. La convenienza delle diverse modalità di finanziamento viene rappresentata dalla seguente formula che tiene conto della tassazione dei redditi da azioni sia a livello personale che di società, mentre gli interessi sono assoggettati a tassazione solo a livello personale. Il vantaggio fiscale relativo del

¹⁷ Cit. Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", McGraw-Hill Education, 7ed, 2015, p. 459

debito rispetto all'equity dunque è rappresentato da:

$$\frac{(1 - Tp)}{(1 - Tpe)(1 - Tc)}$$

dove Tp indica l'aliquota d'imposta personale sugli interessi, Tpe l'aliquota d'imposta personale effettiva sui redditi d'azione e Tc l'aliquota d'imposta societaria. Analizzando le implicazioni di tale previsione si può affermare che qualora il quoziente del rapporto fosse >1 sarebbe più conveniente per l'impresa scegliere il debito come modalità di finanziamento, qualora, invece, il risultato fosse <1 , allora sarebbe il finanziamento tramite equity a massimizzare il reddito complessivo della società al netto delle imposte.

- Costi del dissesto finanziario: un'impresa entra nell'ambito di dissesto quando non è o potrebbe non essere più in grado di tener fede agli obblighi ritenuti nei confronti dei creditori. I costi implicati da tale situazione sono direttamente correlati con la probabilità che esso si verifichi e con l'ammontare dei costi che saranno richiesti al momento del suo verificarsi. Esistono principalmente due tipologie di costi: i costi legati al fallimento e quelli del dissesto senza fallimento. I primi si verificano quando gli azionisti si configurano come soggetti inadempienti, sfruttando la previsione della loro responsabilità limitata e possono essere direttamente inerenti a tale evento o meno. Nell'ipotesi di dissesto senza fallimento, invece, si fa riferimento alla possibile riluttanza di clienti e fornitori a intrattenere rapporti con una società che minaccia l'inadempienza. Inoltre, è possibile in tali situazioni la nascita di conflitti di interesse interni alla società tra i diversi creditori e gli azionisti. Questi, consapevoli della propria limitata responsabilità, infatti mettono in pratica delle azioni e operano delle decisioni volte esclusivamente a salvaguardare i propri interessi, finendo per ridurre il valore complessivo dell'impresa.

In base a tale teoria, si è giunti ad una buona approssimazione della differenziazione dei comportamenti di finanziamento in diversi settori e relativamente dunque a società con peculiarità strutturali differenti. Infatti, sia le imprese con un'elevata presenza di attività intangibili, sia le imprese di dimensioni minori tendono ad avere un livello di indebitamento inferiore a quello delle altre imprese, in funzione della loro elevata rischiosità. Di contro, le imprese finanziariamente solide, dovrebbero essere quelle che ricorrono maggiormente all'indebitamento. Nonostante queste preziose indicazioni sui comportamenti delle imprese, la Trade-off theory non spiega perché

comunque le società di maggior successo siano quelle caratterizzate da un basso livello di indebitamento.

1.3.4 Pecking Order Theory

È indubbio che esistano delle asimmetrie informative tra i manager interni ad una società e gli investitori esterni ad essa; si presuppone, infatti, che i primi posseggano una visione d'insieme del valore degli asset societari più completa e veritiera dei secondi. Tale asimmetria, tuttavia, influenza inevitabilmente la politica di finanziamento della società, attraverso il manifestarsi di conflitti di interesse tra le due categorie, che si ripercuotono in costi crescenti a seconda della modalità di finanziamento prescelta.

A titolo esemplificativo si pensi alla fattispecie in cui un manager scelga di emettere dei titoli azionari per finanziare la propria società. Partendo dall'assunto che questo conosca perfettamente il valore e lo stato di salute dell'azienda, cercherà di pianificare un'emissione di azioni solo quando queste vengano sovrastimate sul mercato, così da massimizzarne la profittabilità. D'altra parte, un investitore che ragioni in modo razionale, essendo a conoscenza della propria posizione di soggezione rispetto alle informazioni in possesso al management dell'impresa, darà un'interpretazione negativa a tale scelta di finanziamento, intuendo che il reale valore delle azioni che si sta accingendo a comprare sia inferiore rispetto al prezzo richiesto. Questo ragionamento, dunque, dissuaderà l'investitore dall'acquisto dei titoli in questione, contribuendo così alla svalutazione degli stessi, in modo da implicare un aumento dei costi di emissioni a carico della società.

La Pecking Order Theory,¹⁸ dunque, introduce una specifica gerarchia nelle scelte delle fonti di finanziamento aziendale, in funzione del minor grado di asimmetria informativa presentato, quindi del minor costo associato al finanziamento. La teoria prevede che le imprese preferiscano far ricorso a fonti di finanziamento interne piuttosto che a fonti esterne in particolare l'ordine di scelta gerarchico citato è il seguente:

- Società preferiscono l'utilizzo di fonti di finanziamento interne, adattando il rapporto di distribuzione degli utili-obiettivo alle proprie opportunità di investimento;
- In caso la liquidità interna non fosse sufficiente, si ricorrerebbe al finanziamento esterno, emettendo prima titoli più sicuri come quelli di debito, proseguendo con quelli ibridi come le obbligazioni convertibili in azioni e solo in ultima analisi scegliendo l'emissione azionaria.

¹⁸ Cfr. Myers, S. C., "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, n.39, 1984, pp. 581-582.

I risultati implicati dalle previsioni di tale teoria, pongono l'accento sull'importanza delle riserve finanziarie in capo alle imprese. Queste, infatti, potranno essere utilizzate per cogliere delle opportunità di investimento redditizie in qualsiasi momento, senza dover necessariamente intraprendere un'operazione di finanziamento tanto onerosa quanto temporalmente dispendiosa.

L'abbondanza di tali riserve, d'altra parte, può determinare la possibilità di una perdita di efficienza da parte del management, tendenza questa che sarebbe contrastata dall'assunzione di una buona dose di debito da dover costantemente sopportare e mantenere sostenibile.¹⁹

1.4 Difficoltà di finanziamento delle PMI: *Crisi dei canali di credito bancari*

Nel contesto italiano la categoria degli istituti bancari ha da sempre ricoperto un ruolo di fondamentale importanza. Senza doverci addentrare nei meandri della storia economica e finanziaria nostrana, basti pensare all'impegno profuso da queste nell'accompagnare il Paese nel proprio processo di industrializzazione o nel sostenere la ricostruzione dopo la devastazione della Seconda guerra mondiale.

In tale contesto risulta di facile comprensione il forte e indissolubile legame che si è venuto a costituire tra la realtà imprenditoriale italiana e il settore bancario; esiste, infatti, un modello di relazione banca-impresa nato dalle esigenze finanziarie delle PMI, che ha poi condotto anche all'esperienza delle banche popolari e delle banche di credito cooperativo.²⁰

La forte relazione tra banche e imprese è nel tempo divenuta una caratteristica fondante del settore industriale italiano, configurando quello bancario come principale canale di approvvigionamento finanziario, specialmente per le imprese appartenenti alla categoria delle PMI. Per la copertura del proprio fabbisogno finanziario, infatti, queste fanno da sempre un massiccio ricorso all'indebitamento, presentando una struttura finanziaria di semplice composizione, caratterizzata per lo più dalla presenza di capitale di debito bancario e di capitale apportato dai soci. Tale peculiarità, tuttavia, si è configurata, nel tempo, come un punto di debolezza del sistema industriale italiano; una grande percentuale delle nostre imprese, riconoscendo nel sistema bancario l'unico interlocutore possibile per l'approvvigionamento del capitale, ricorre eccessivamente alla leva bancaria.

Una simile avversione ad ogni altra possibile fonte di finanziamento è spiegabile, in gran parte, dalla presenza di fattori culturali legati alla diffusione, in molte PMI, di una proprietà familiare.

¹⁹ Cit. Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", McGraw-Hill Education, 7ed, 2015, p. 459

²⁰ Cit. Costa S., Costagli S., "I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito", Politiche pubbliche, sviluppo e crescita XVI conferenza della Società italiana di economia pubblica, 7-8 ottobre 2004, Università di Pavia, p.2

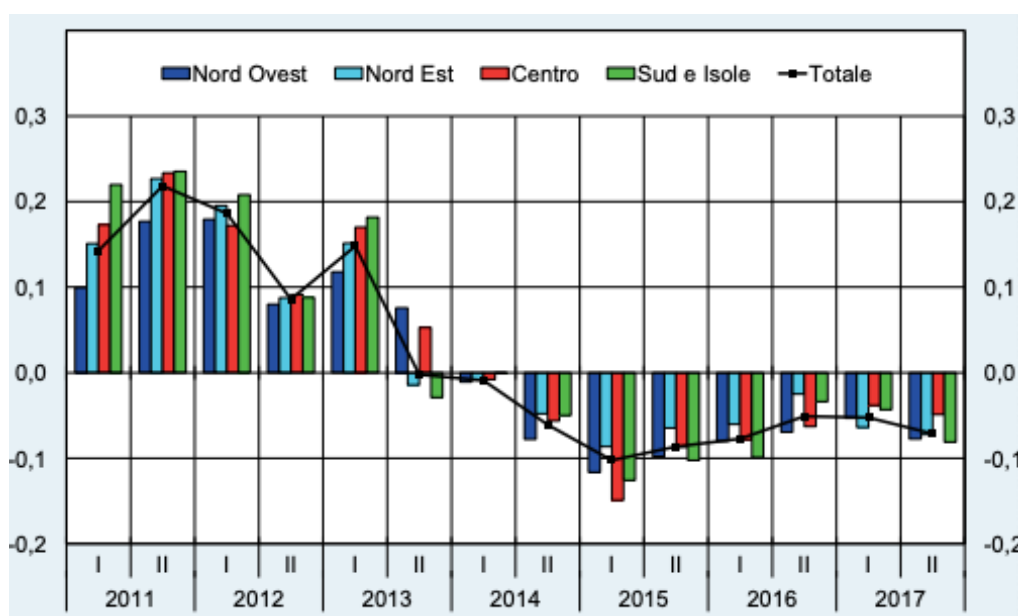
Questa, infatti, nutre un'innata diffidenza nei confronti di operazioni, quali quelle di emissione azionaria, che vengano percepite come un annacquamento del potere di controllo sull'impresa o che impongano adempimenti troppo onerosi.²¹

Tale naturale inclinazione delle imprese ad un eccessivo ricorso al debito bancario, inoltre, mina le potenzialità di crescita e la produttività delle stesse, implicando così un generale deterioramento dell'intero sistema economico italiano.

Questo peculiare assetto economico-finanziario, già ontologicamente nefasto per l'intero sistema italiano, ha poi rappresentato causa di grande preoccupazione nel recente passato, quando il sistema bancario ha iniziato di fatto a ridurre l'offerta di credito sul mercato, così da riuscire a rientrare negli stringenti parametri patrimoniali imposti dagli accordi di Basilea. Inoltre, con il presentarsi della crisi economica pronta a colpire l'Europa intera e l'Italia, le condizioni creditizie non hanno fatto altro che peggiorare, iniziando un trend negativo che perdura sino ai giorni odierni.

Una simile fattispecie di riduzione dell'offerta di credito prende il nome di credit-crunch, fenomeno generalmente pianificato dalle banche centrali per scongiurare l'innalzamento dell'inflazione alla fine di lunghi periodi di espansione, ma che tuttavia può verificarsi anche autonomamente in risposta alle preoccupazioni proprie delle banche restie a concedere credito.

Figura 2: Evoluzione dell'offerta di credito alle imprese. [Fonte: Regional Bank Lending Survey, Banca d'Italia]



²¹ Cit. Costa S., Costagli S., "I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito", Politiche pubbliche, sviluppo e crescita XVI conferenza della Società italiana di economia pubblica, 7-8 ottobre 2004, Università di Pavia, p.10

La concomitanza delle prospettive di negativa crescita economica e il necessario rispetto dei parametri di Basilea, hanno condotto le banche ad innescare tale fenomeno già dal 2009, quando si è assistito ad una graduale contrazione dei prestiti alle imprese più rischiose.

Nel grafico, invece, viene mostrata l'evoluzione dell'offerta di credito alle imprese in Italia, divisa per settori geografici tra il 2011 e il 2017. Le informazioni riportate riguardano l'indice di diffusione, valori negativi del quale indicano un irrigidimento dell'offerta, mentre valori positivi denota un allentamento della stessa. Nel periodo in analisi, in seguito al riacutizzarsi della crisi sul debito sovrano tra il 2011 e il 2012, si è verificato il massimo irrigidimento dell'offerta. La stessa, poi, ha intrapreso un progressivo percorso di allentamento che l'ha portata in un contesto di lieve crescita positiva a partire dall'inizio del 2014.

Tale fenomeno ha avuto delle severe ripercussioni specialmente sulle PMI e tutt'oggi, nonostante un generale miglioramento dell'offerta di credito, si registra un decremento pari al 5% rispetto allo scorso anno dei prestiti a questa categoria di imprese.²² Uno dei principali motivi della persistenza e dell'intensità di tale contrazione è da individuarsi nel legame tra il clima di incertezza politica e la percentuale di debito pubblico detenuta dagli istituti di credito italiani.

Un grande ammontare di titoli di debito pubblico italiano, infatti, è detenuto proprio dal sistema bancario nazionale che, per questo, risulta fortemente esposto all'indicatore di rischio rappresentato dallo spread. Un aumento di tale indice implica ingenti perdite finanziarie sul valore dei titoli in questione, determinando l'esigenza degli intermediari di rivedere le condizioni di credito per i debitori più rischiosi o ridurre l'erogazione, in modo da rientrare negli stringenti parametri patrimoniali sopracitati.

Dal momento che le PMI sono considerate più rischiose rispetto ad imprese di grandi dimensioni, tale fattispecie ben si addice alla loro situazione; in presenza di stretta creditizia, infatti, le banche aumentano il tasso d'interesse richiesto per sopportare il credito o evitano del tutto la concessione del finanziamento.

Alla luce dell'analisi condotta relativamente alle caratteristiche e all'evoluzione del rapporto esistente tra imprese e finanziamento bancario in Italia, dunque, si può concludere come lo stato di salute di tale canale di approvvigionamento di capitale non sia del tutto ottimale. Con particolare riguardo al caso delle PMI, inoltre, è indubbio come questa non sia una fonte di finanziamento affidabile e tanto meno vantaggiosa; le PMI sono quindi chiamate ad individuare delle fonti di finanziamento alternative al canale bancario per sostenere il proprio processo di crescita.

²² Ufficio stampa Unimpresa, "Banche: Unimpresa, prestiti aziende crollati di 40 miliardi in ultimi 12 mesi", comunicato stampa, 20 Ottobre 2018

Nuove prospettive per le PMI: il mercato AIM Italia

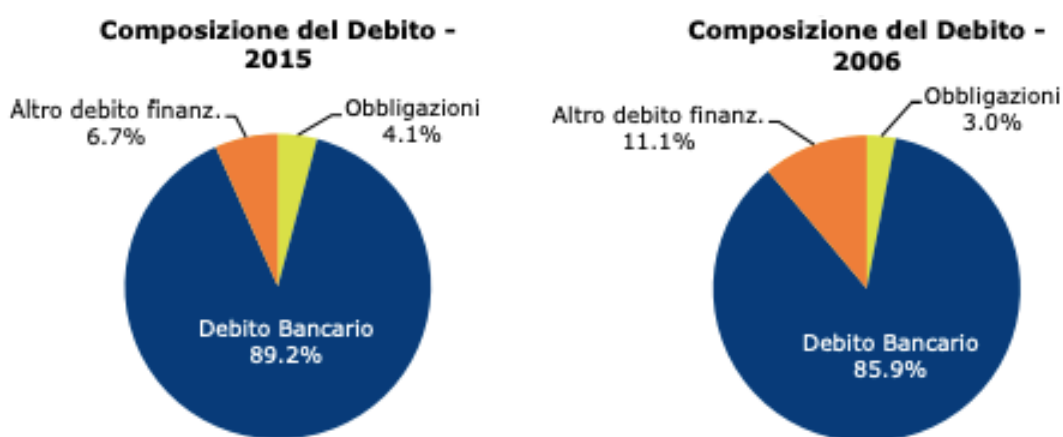
2.1 Alternative di finanziamento per le PMI

Nel capitolo precedente l'analisi condotta ha interessato le PMI, mettendone in luce la rilevanza all'interno del contesto industriale italiano, nonché delineandone le principali caratteristiche peculiari. A riguardo molto è stato detto relativamente alla struttura finanziaria di tale categoria di imprese, per le quali si sono evidenziate numerose criticità. Una su tutte, indubbiamente, deriva dalla mancanza di flessibilità finanziaria che certamente ha contribuito a frenarne la crescita.

La struttura finanziaria della maggior parte delle PMI italiane, infatti, è caratterizzata da un ampio ricorso al debito a breve termine e limitate disponibilità liquide in relazione al debito finanziario a breve termine. Questo, dunque, denota la debolezza e l'eccessiva dipendenza delle imprese dal supporto, offerto dal sistema bancario, per far fronte alle esigenze finanziarie di breve e lungo periodo.

La tendenza delle società di piccole dimensioni a perseguire una simile composizione del capitale, inoltre, sembra inserirsi nel solco di un trend che appare ormai ben definito ed avviato.

Figura 3: Evoluzione delle fonti di finanziamento delle PMI tra il 2006 e il 2015. [Fonte: CRIF Ratings]



Nel periodo compreso tra il 2006 e il 2015, infatti, i cambiamenti nelle strategie di finanziamento delle PMI italiane sono stati poco significativi. In linea con l'evidenza storica il debito bancario è rimasto ampiamente preponderante tra le fonti finanziarie, con un peso sul totale dei debiti finanziari costantemente oltre l'85%. Solamente un ristretto numero di aziende, poco

più del 5%, ha diversificato le proprie fonti, facendo ricorso ai mercati dei capitali o ad altri strumenti di finanziamento.²³

Nel corso del paragrafo, dunque, verranno discussi alcuni degli strumenti in possesso delle imprese al fine di differenziare le proprie fonti di finanziamento, così da essere in grado di fronteggiare in modo efficiente il proprio percorso di crescita e sviluppo, senza sottostare agli svantaggi implicati dall'indebitamento bancario.

2.1.1 Mercato azionario

Relativamente alle caratteristiche dei propri sistemi finanziari i vari paesi possono essere suddivisi sostanzialmente in due tipologie: bank-based o market-based.

Quello italiano è senza dubbio identificabile come un sistema banco-centrico, che appare dunque dominato dall'intermediazione creditizia. In un sistema finanziario simile, infatti, il ruolo degli istituti bancari assume un'importanza primaria, costituendo quasi l'unica alternativa di finanziamento per le imprese all'utilizzo del solo cash flow generato internamente.

In un contesto come questo il mercato dei capitali ricopre, ovviamente, un ruolo residuale, d'altra parte negli ultimi decenni tale tendenza, improntata all'egemonia del finanziamento bancario, si sta modificando. In risposta al perdurare del periodo di crisi economica che si sta tutt'ora vivendo, infatti, anche il sistema italiano si sta progressivamente aprendo sempre più allo sviluppo e all'implementazione dei mercati finanziari come mezzo alternativo di finanziamento alle imprese. Tale fenomeno, tuttavia, è caratterizzato da un processo molto lento che, nonostante l'ausilio delle politiche economiche europee decise a svilupparsi nella medesima direzione, incontra inevitabilmente delle resistenze anche culturali da parte degli attori coinvolti.

La scelta di quotarsi in Borsa di un'impresa, infatti, determina un momento di svolta nella vita aziendale. Questa non è riconducibile esclusivamente alla decisione di apertura di un nuovo canale di finanziamento e quindi alla decisione di diversificare le fonti di finanziamento, ma deve essere intrapresa come l'inizio di un processo che coinvolga l'impresa in cambiamenti di ben più ampia portata, producendo effetti sul sistema proprietario e manageriale, oltre che sui rapporti con clienti, fornitori, personale e con il mercato finanziario stesso.

Tale decisione, dunque, necessita un'attenzione particolare da parte del management delle imprese interessate, rappresentando un crocevia totalizzante dell'esperienza aziendale. Per la

²³ Cit. CRIF Ratings, "Special report – struttura finanziaria delle PMI italiane", 15/12/2016, p.1, <<https://www.crifratings.com>>

scelta nell'uno o nell'altro senso è fondamentale quindi soppesare le opportunità e i vantaggi che da essa potrebbero scaturire.

La quotazione offre alle imprese l'opportunità di finanziamento azionario per sviluppare il proprio business. L'incremento del proprio capitale sociale, attraverso questa modalità, offre la possibilità all'impresa di disporre di capitali a lungo termine ed anche di ottenerne ulteriori dalle banche o da altre istituzioni tramite l'emissione di strumenti finanziari quotati.

Così facendo, verrebbe a crearsi un mercato di negoziazione e scambio per le azioni dell'impresa, in grado di offrire agli investitori un ambiente regolato nel quale negoziare le proprie azioni. Tale possibilità condurrebbe ad un incremento della liquidità sul mercato pubblico, implicando una migliore valutazione delle azioni rispetto a quello che avverrebbe nelle transazioni condotte in forma privata.

L'ammissione ai listini, inoltre, aumenta la visibilità aziendale; il riconoscimento del pubblico, acquisito attraverso le intrinseche garanzie e le implicite verifiche operate dal regolatore del mercato nonché tramite i documenti resi pubblici, infatti, conferisce alle PMI una maggiore credibilità, ripercuotendosi positivamente sul proprio bacino di investitori. Ne consegue, dunque, una maggiore capacità attrattiva nei confronti degli strumenti finanziari emessi, caratteristica in grado di aumentare il valore della società.

Il maggior flusso informativo relativo allo stato di salute dell'impresa e al proprio andamento, inoltre, permette di ottenere anche delle ripercussioni positive relativamente all'indebitamento bancario. Gli istituti di finanziari, infatti, disponendo di un grande ammontare di informazioni aggiornate, verificate dal regolatore e facilmente accessibili, saranno in grado di operare una valutazione più accurata e meno onerosa del profilo di rischio rappresentato dalla concessione di un credito alla società. La stessa così sarà in grado di accedere in maniera più agevole a finanziamenti bancari caratterizzati da un costo del capitale inferiore, ipotesi questa avvalorata dalla possibilità di utilizzare dei titoli quotati come garanzia presso gli istituti di credito sulla base del valore riconosciuto dal mercato.

A seguito dell'ingresso sul mercato di capitali da parte di un'impresa, si renderà poi possibile per la stessa prevedere meccanismi di incentivazione e fidelizzazione di dipendenti e del management, tramite l'implementazione di politiche di stock option²⁴.

²⁴ Le stock option sono state ideate come strumento per redistribuire e fidelizzare dipendenti e manager. Attraverso l'assegnazione gratuita delle stesse (opzioni call), l'impresa concede ai propri collaboratori il diritto di acquistare azioni della stessa società o di un'altra facente parte dello stesso gruppo, ad un determinato prezzo (strike price). Le stock option quindi saranno esercitate quando il prezzo d'esercizio sarà inferiore al valore corrente dell'azione sottostante. In caso contrario le azioni perdono di ogni valore. In tal modo una parte del salario dei manager sarà vincolata all'andamento del titolo sul mercato, incentivandoli a migliorare l'efficienza dell'impresa cos' da massimizzare il proprio rendimento personale.

Dallo sviluppo di tale pratica di remunerazione e incentivazione manageriale deriverà probabilmente un'efficientamento dell'assetto produttivo ed economico finanziario dell'impresa. Ciò renderà la stessa più appetibile sul mercato, determinando la possibilità di far nascere acquisizioni o fusioni con altre aziende quotate in modo da dare nuovo impulso alla propria crescita. Le azioni della società quotata, infatti, possono essere utilizzate come moneta di scambio per finanziare operazioni di acquisizione di partecipazioni in società target, con conseguente ottimizzazione della liquidità.

Un ulteriore vantaggio apportato dalla quotazione azionaria è rappresentato dalla capacità di distribuzione efficiente del rischio d'impresa. Lo sviluppo dei mercati dei capitali ha da sempre permesso una distribuzione migliore del rischio attraverso il trasferimento dello stesso ai soggetti disposti e in grado di sostenerlo. Pertanto, i mercati dei capitali permettono che il capitale sia sfruttato al meglio e che le attività più rischiose e più redditizie siano opportunamente finanziate, grazie all'acquisto dei titoli da parte di una vasta popolazione di sottoscrittori ognuno dotato di un proprio profilo di rischio differente.

In ultimo è da considerare anche la possibilità di accedere a dei vantaggi fiscali in ipotesi di quotazione. A riguardo in Italia sono stati previsti nuovi incentivi fiscali per la quotazione delle piccole e medie imprese nella legge di Bilancio 2018, che prevede infatti come alle PMI che “iniziano una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo è riconosciuto, nel caso di ottenimento dell'ammissione alla quotazione, un credito d'imposta, fino ad un importo massimo nella misura di 500.000 euro, del 50 per cento dei costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2020, per la predetta finalità”²⁵.

Per tutta questa serie di motivi, dunque, l'operazione di quotazione sui listini borsistici di un'impresa è una scelta tanto complessa, quanto importante per il futuro della stessa. Tale decisione coinvolge diversi aspetti della struttura aziendale producendo effetti sia interni che esterni e necessita quindi di un'attenta valutazione al fine di poterne carpire e sfruttare le prospettive di vantaggio.²⁶

²⁵ Comma 89, Articolo 1, Legge del 27 dicembre 2017, n. 205 in materia di “Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020”

²⁶ Borsa Italiana S.p.a., “Quotarsi in Borsa la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana”, pp. 4-8, <<https://www.borsaitaliana.it>>

2.1.2 Piani Individuali di Risparmio (PIR)

La questione del finanziamento delle piccole e medie imprese negli ultimi anni è divenuto uno dei principali argomenti di interesse per gli addetti ai lavori e per l'intera opinione pubblica. Come visto, la capacità del canale bancario di gestire e garantire credito all'intero sistema economico-industriale italiano è un'ipotesi ormai irrealistica, che espone le imprese ad una perdita di efficienza finanziaria notevole. Queste infatti trovano spesso degli ostacoli al reperimento del capitale, determinato dalla scarsa inclinazione all'alto rischio rappresentato dalle PMI per il settore bancario. Inoltre, una volta riuscite ad ottenere il finanziamento queste sono chiamate a sopportare costi ingenti ad esso relativo.

In risposta alla crescente esigenza del sistema finanziario italiano di trovare nuovi sbocchi e modalità per veicolare il capitale verso tali realtà, il legislatore ha iniziato a sviluppare strumenti di finanziamento alternativi proprio a tale scopo.

Uno degli interventi in tal senso di maggiore rilevanza, riguarda l'introduzione dei piani individuali di risparmio, in seguito Pir. La legge di Bilancio 2017²⁷, infatti, ha previsto uno strumento al fine di veicolare il risparmio privato verso le piccole e medie imprese italiane, nel tentativo di stimolare l'intero sistema economico nazionale.

I Pir si configurano come dei contenitori giuridici che possano assumere diverse forme, pertanto questi possono essere fondi comuni d'investimento, SICAV, gestioni individuali di investimento, polizze assicurative a contenuto finanziario e depositi amministrativi. Tali strumenti sono in grado di contenere diversi prodotti finanziari, quali obbligazioni, azioni, quote di fondi, contratti derivati e strumenti liquidi come conti corrente e depositi, purché vengano rispettati stringenti limitazioni previste dalla normativa. La Legge n.232 del 11 dicembre 2016, infatti, ne specifica i principali confini applicativi, prevedendo:

- l'obbligatorietà di investire almeno il 70% del capitale ad investimenti qualificati definiti come strumenti finanziari, anche non residenti in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese residenti nel territorio dello Stato e in Stati membri UE o SEE (spazio economico europeo), con stabili organizzazioni in Italia²⁸;

²⁷ Commi 100-114, Articolo 1, Legge del 11 dicembre 2016, n.232 in materia di "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019".

²⁸ Cit. Agenzia delle Entrate, Circolare n.3/E del 26 febbraio 2018, relativa a "Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)", pp. 19-20

- l'obbligatorietà di investire almeno il 30% di questa quota, il 21% del totale, in strumenti emessi da aziende che non siano quotate nell'indice FTSE - MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati;
- le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10 % del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente o in depositi e conti correnti;
- L'obbligatorietà di investire somme e valori destinati nel piano al di fuori di strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni (White list).

Vengono inoltre previste delle limitazioni qualitative relative ai soggetti ai quali lo strumento è dedicato. I Pir sono, dunque, destinati esclusivamente alle persone fisiche residenti in Italia, che operino al di fuori dell'esercizio dell'impresa commerciale, ed assumono carattere di individualità ed unicità; un singolo piano non può essere sottoscritto da un'azienda, né cointestato e ogni individuo può sottoscriverne solo uno.

Viene poi individuato un investimento minimo pari a cinquecento euro, mentre l'importo massimo, per ciascun anno solare, è pari a trentamila euro, entro un limite complessivo dell'investimento non superiore a centocinquantamila euro. Tale limite massimo deve essere rispettato per il periodo di detenzione minimo dei Pir, pari a cinque anni, superato il quale sono riconosciuti dei notevoli vantaggi fiscali per i possessori di tali strumenti. Per i redditi da questi derivanti, infatti, si è esentati dall'imposizione fiscale del 26%, oltre che dall'imposta di successione.

Nella prospettiva di un disinvestimento anticipato si verifica poi una delle peculiarità che differenzia tale strumento da quelli simili adottati da altri Paesi europei. Sotto questa ipotesi, infatti, il beneficio fiscale previsto viene meno ed il possessore del piano è sottoposto alla pratica del recupero a tassazione, unitamente agli interessi, senza sanzioni, dei redditi percepiti relativamente agli strumenti finanziari detenuti nello stesso.²⁹

I Piani Individuali di Risparmio, dunque, rappresentano una grande opportunità di conferire finanziamenti all'economia reale, tramite il trasferimento di surplus di fondi esperito dai risparmiatori, verso le imprese, specialmente quelle ad alto potenziale e bassa capitalizzazione, sotto forma di investimento. L'innovazione rappresentata dall'introduzione di tale strumento ha da subito riscosso un gradevole successo; nel primo anno di immissione sui mercati, questo ha infatti

²⁹ Cit. Agenzia delle Entrate, Circolare n.3/E del 26 febbraio 2018, relativa a "Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)", pp. 53-54

raccolto circa 11 miliardi di euro, facendo da traino anche per il mercato AIM Italia, che ha visto triplicarsi i volumi di scambio nel corso del 2017 rispetto all'anno precedente.³⁰ Nell'anno successivo, tuttavia, l'instabile parentesi politica vissuta e il peggioramento dell'economia reale in tutta la zona euro, hanno determinato l'abbattimento di ogni prospettiva di crescita ulteriore di tale dato; durante il 2018, infatti, si è registrato un calo di circa il 70% su base annua della raccolta sui fondi Pir, ammontando solamente a 4 miliardi di euro.³¹

Un'altra evidenza dettata dall'analisi delle prime applicazioni di tale strumento riguarda l'effettiva ricaduta degli investimenti da questo raccolti sui mercati primari destinati alle piccole e medie imprese, ossatura del sistema industriale, che muove l'economia reale del paese.

Secondo il deputato Giulio Centemero, facente parte della Commissione Finanze presso la Camera dei Deputati, i Pir avrebbero condotto ad un flusso speculativo degli intermediari che hanno "raccolto vendendo il sogno del made in Italy e del supporto all'economia reale e, invece, hanno operato prevalentemente sul mercato secondario, generando commissioni di trading". Questo, continua il deputato, avrebbe determinato un bassissimo tasso di veicolazione dei fondi raccolti verso l'equity di PMI nel 2017: "considerando l'investimento medio di 13mila euro e l'allocazione del 3,5%, solo 91 euro andrebbero su AIM. Stiamo parlando dello 0,7% circa o, diversamente, di 0,25 centesimi al giorno."³²

Alla luce dell'analisi condotta, dunque, la valenza dei piani individuali di risparmio appare multiforme. Questi, infatti, sono caratterizzati da affascinanti peculiarità, d'altra parte il fatto che spesso gli investimenti si compiano esclusivamente in relazione ai flussi derivanti dagli incentivi fiscali, e non basandosi sui fondamentali delle imprese quotate, determina delle falle nel sistema che ancora ne compromettono lo sviluppo delle piene potenzialità.

2.1.3 Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

Nella categoria dei nuovi strumenti di finanziamento per PMI, in via di affermazione come alternativa al canale bancario, rientrano anche le Special Purpose Acquisition Companies, comunemente denominate SPAC.

³⁰ Venturini F., "Perché le piccole e medie aziende che si quotano in borsa sono tanto aumentate", Agenzia Giornalistica Italiana, 2/04/2018, <<https://www.agi.it>>

³¹ Della Valle I., "Con i vecchi Pir finora pochi capitali all'economia reale", Il Sole 24 Ore, 16/01/2019, <<https://www.ilsole24ore.com>>

³² Della Valle I., "Con i vecchi Pir finora pochi capitali all'economia reale", Il Sole 24 Ore, 16/01/2019, <<https://www.ilsole24ore.com>>

Queste traggono origine dal modello operativo delle blind-check companies statunitensi, introdotte nei mercati a partire dalla fine degli anni '80 del secolo scorso e rese disponibili agli investitori istituzionali e privati qualificati italiani solo dal 2011.

Nel contesto italiano si configurano come organizzate e gestite da Borsa Italiana S.p.a. che, tramite il proprio "Regolamento Mercati", le riconduce al tipo delle "società costituite con lo scopo di acquisizione di un business il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in via prevalente in una società o attività, nonché le relative attività strumentali" ovvero a quelle "la cui strategia di investimento non è ancora stata avviata o completata e/o si caratterizza in termini di particolare complessità".

Tramite tale procedura prevista dal gestore, infatti, si intende giungere alla quotazione al mercato AIM Italia rapidamente e senza rischi; la SPAC è un'alternativa al private equity a disposizione anche di investitori non istituzionali, che intende sintetizzare i vantaggi di un'operazione di private equity con le potenzialità di un investimento in IPO.

A livello pratico una Special Purpose Acquisition Company prende la forma di un fondo di investimento quotato sui mercati borsistici regolamentati sin dalla sua costituzione, volto all'acquisizione di società private. Entro un orizzonte temporale compreso tra i 18 ed i 24 mesi, dunque, la SPAC dovrà cercare di integrarsi ad esse per mezzo di una business combination, portandole alla successiva quotazione su di un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione. Il mancato raggiungimento dello scopo sociale entro tale orizzonte temporale, ne determinerebbe il dissolvimento e il rimborso degli azionisti.

Aspetto peculiare di tale operazione risiede nell'assegnazione di garanzie ed incentivi agli investitori. Questi, infatti, in cambio del versamento di capitale, riceveranno delle unit composte da azioni e warrant di tipo americano "in the money"; si riconosce così agli investitori la facoltà, dopo l'acquisizione della società target, di esercitarne l'acquisto di ulteriori azioni, ad un prezzo inferiore a quello iniziale delle azioni stesse.

In tale contesto assume rilevante importanza il ruolo dei promotori, impegnati nella raccolta di capitali presso istituzioni e privati, attraverso iniziative di presentazione sui media e tramite road-show mobili sulle principali piazze finanziarie nazionali ed estere. Sempre questi, poi, sono chiamati ad intraprendere un processo di ricerca di aziende target da acquisire entro l'orizzonte temporale prestabilito.

Una volta individuata e definita l'operazione di acquisizione del target, i promotori sono tenuti a presentare la relativa proposta all'assemblea degli azionisti che dovrà approvarla con una maggioranza qualificata del 70%.

In caso di approvazione da parte della maggioranza, gli azionisti contrari di minoranza avranno la facoltà di recedere, ottenendo il rimborso integrale del proprio investimento, comprensivo di eventuali interessi o ricavi maturati durante il periodo di deposito presso il conto vincolato della SPAC, oltre a ciò questi riterrebbero i warrants a loro assegnati.

Una volta individuata la società target ed approvata l'operazione ad essa relativa, si verifica quella che prende il nome di business combination tra quest'ultima e la SPAC. Si può avere sotto diverse modalità anche in coordinamento tra di loro: un'acquisizione di azioni della società target da parte dei soci della stessa, oppure una sottoscrizione di nuove azioni della società target, piuttosto che una fusione diretta o inversa tra i due soggetti.

Relativamente alla buona riuscita dell'operazione i promotori riceveranno un compenso che, avulso dall'imposizione di fee o commissioni, è costituito dall'attribuzione di una quota di capitale della SPAC, solitamente pari al 20% delle azioni da emettere, per un prezzo simbolico.

Nonostante le Special Purpose Acquisition Companies costituiscano uno strumento utile per incoraggiare le PMI ad accedere al mercato dei capitali, accelerandone la crescita anche in ambito internazionale, il loro utilizzo è lungi dall'essere diffuso. Dalla loro introduzione in Italia nel 2011 ad oggi, infatti, sono stati raccolti poco più di 4 miliardi di euro di capitale e ne sono stati investiti poco più del 50%. I numeri in questione determinano dei volumi ancora troppo esigui per argomentarne l'efficacia, d'altra parte l'introduzione delle SPAC ha rappresentato l'inizio di un interessante risvolto; nel corso del 2018 sono state ben sei le società quotate sulla Borsa Italiana tramite questa procedura, mentre nei primi tre mesi del 2019 si sono verificate due business combination.³³

2.2 Avvicinamento all'economia di mercato anglosassone: l'esperienza del mercato AIM UK

Il mondo anglosassone è da sempre stato caratterizzato da un assetto del proprio sistema finanziario incentrato sulla capacità dei mercati di assolvere alle principali necessità dell'intero sistema. Il settore finanziario, infatti, esegue principalmente tre funzioni quali ottenere risorse finanziarie offrendo prodotti di risparmi e di investimento, allocare risorse e, infine, fornire meccanismi di pagamento e compensazione.³⁴

In tale contesto definito market-oriented, dunque, vigono delle caratteristiche peculiari che lo differenziano dal bank-oriented, incentrato sul ruolo degli istituti bancari e diffuso

³³ Dagnino F. e Biglia A., "il fenomeno delle SPAC in Italia", Il Sole24Ore, 19/03/2019, <<https://www.ilsole24ore.com>>

³⁴ Scholtens B., "Bank and Market-oriented Financial Systems: Fact or Fiction?", BNL Quarterly Review, Vol 50, n.202, Settembre 1997, p.301.

prevalentemente tra i Paesi europei ad eccezione della Gran Bretagna. Le principali differenze tra i due modelli risiedono nel fatto che nei paesi anglosassoni, ad esempio, i mercati finanziari sono ben sviluppati e il settore finanziario è soggetto a una forte concorrenza. Qui gli investitori istituzionali rappresentano una parte importante del sistema finanziario. Ancora, il ruolo del finanziamento azionario è determinante in questo assetto e il controllo societario è attuato, come si suole dire, attraverso lo stock di capitale controllato, contrariamente all'approccio di relazioni di lungo termine e la rappresentanza nei consigli di amministrazione che caratterizza il sistema bank-oriented. Infine, relativamente alla regolamentazione finanziaria, vigente nei paesi anglosassoni, si può affermare come essa sia più liberale rispetto ai paesi in cui il ruolo delle banche è centrale, prevalendo la fiducia nel meccanismo del mercato.³⁵

Proprio in tale contesto si è affermato uno dei principali strumenti alternativi al finanziamento bancario delle imprese, in grado di determinarne una maggiore flessibilità finanziaria e una migliore efficienza nello sfruttamento delle opportunità di investimento al fine di massimizzarne la crescita.

Nel 1995, infatti, viene fondato AIM UK mercato dedicato alla crescita di piccole e medie imprese, come parte del London Stock Exchange. Intraprendendo un processo di crescita, le società di tali dimensioni accusano spesso difficoltà nel reperimento di fondi di finanziamento; il capitale iniziale esterno fornito da amici, parenti o da private angels, spesso non è sufficiente per sostenere le proprie necessità. D'altra parte, tali società non sono ancora in grado di soddisfare i requisiti minimi utili ad un ingresso nei mercati finanziari tradizionali.

Pertanto, AIM svolge un ruolo fondamentale nel contesto del finanziamento, colmando questo gap per le aziende in crescita che cercano di sviluppare le loro attività attraverso l'uso di finanziamenti esterni dai mercati dei capitali.³⁶

L'ammissione ad un mercato pubblico che quello in questione, offre diversi vantaggi alle imprese che scelgono di intraprendere un simile cammino. Tra queste le più ambite dai manager delle società in procinto di quotarsi sono:

- Accesso al capitale per la crescita ed un ulteriore sviluppo al momento della quotazione e tramite ulteriori offerte di capitale;
- Opportunità per gli investitori alle prime armi di realizzare alcuni dei loro investimenti iniziali e contribuire ad ampliare la base degli azionisti;
- Ottenere una valutazione oggettiva di mercato della società;

³⁵ Scholtens B., "Bank and Market-oriented Financial Systems: Fact or Fiction?", BNL Quarterly Review, Vol 50, n.202, Settembre 1997, p.305.

³⁶ London Stock Exchange, "A Guide to AIM", 2015, pp. 5-6, < <https://www.londonstockexchange.com>>

- Incentivare l’impegno, la motivazione e la performance di lungo termine degli impiegati, tramite dei programmi azionari più interessanti;
- Maggiore capacità di effettuare acquisizioni, utilizzando le azioni quotate come valuta;
- Accrescimento del profilo pubblico della società;
- Miglioramento dello status della società presso clienti e fornitori.

La serie di vantaggi offerti dall’utilizzo di tale mezzo come canale di finanziamento ha incentivato indubbiamente un gran numero di imprese ad operare la quotazione nel tempo, determinando il successo conclamato di questo mercato.

Al momento della sua fondazione nel 1995, AIM UK contava uno sparuto numero di temerarie imprese, 10 per l’esattezza, in grado di assommare una capitalizzazione complessiva di 82 milioni di sterline. Nel giro di venti anni, l’alternative market inglese ha assunto una posizione di leader nel segmento dei mercati dedicati alla crescita delle piccole e medie imprese, raggiungendo nel 2014 un numero di quotazioni superiore alle 3.500 unità e riuscendo a raccogliere più di 90 miliardi di sterline da destinare al finanziamento delle stesse imprese.³⁷

Ulteriore dato fondamentale per comprendere l’importanza e la necessità di simili strumenti anche in economie diverse da quella anglosassone, è quello relativo alla diffusione, geografica e settoriale, delle richieste di quotazione durante il periodo in analisi. AIM UK, infatti, appare come un mercato vastamente diversificato sotto ambo gli aspetti; le imprese quotate appartengono a più di 100 paesi differenti nel mondo ed operano in più di 40 settori, spaziando dall’ambito dei servizi finanziari, a quello della salute e quello tecnologico.³⁸

L’esperienza di AIM UK mostra come un canale di finanziamento alternativo a quello bancario giovi in maniera considerevole alla flessibilità e alla crescita delle imprese che decidono di avvalersene. Nonostante il carattere tendenziale del dato permetta di estenderne la valenza anche a contesti diversi da quello inglese, come nella fattispecie del sistema finanziario italiano in analisi, bisogna senza dubbio tener conto delle grandi differenze insiste nei contesti in questione.

Le peculiarità di un’economia market-oriented come quella anglosassone, infatti, hanno certamente favorito la diffusione e il successo di tale strumento. D’altra parte, la crescente domanda di quotazione da parte di numerose imprese proveniente da svariate parti del mondo, conferma la bontà del progetto e ne delinea le potenzialità per sovvertire il naturale processo di finanziamento societario anche nei sistemi bank-oriented, in modo da migliorarne l’efficienza e la competitività.

³⁷ London Stock Exchange, “A Guide to AIM”, 2015, p. 6, < <https://www.londonstockexchange.com>>

³⁸ London Stock Exchange, “A Guide to AIM”, 2015, pp. 6-9, < <https://www.londonstockexchange.com>>

2.3 Storia del mercato AIM Italia

Fino al 1977, la disciplina legislativa delle operazioni di borsa comprendeva esclusivamente il mercato ufficiale delle borse valori. Tuttavia, era ammessa e comunque si svolgeva, in maniera del tutto non regolamentata, una contrattazione privata al di fuori dai mercati ufficiali, definita “over the counter”³⁹, relativa ai titoli quotati e non. Di fatto si era creato un mercato alternativo in cui agenti di intermediazione e banche intrattenevano operazioni riguardanti titoli in attesa di essere ammessi alle quotazioni ufficiali.

In risposta a tale pratica, intervenne il legislatore che, tramite la Legge n.49 del 23 febbraio 1977 in materia di “Norme per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori”, prevede un assoggettamento a regolamentazione della quotazione e della negoziazione di quegli strumenti finanziari non ancora maturi per essere ammessi alla borsa valori ufficiale, ma oggetto di numerosi scambi; nacque così il Mercato Ristretto.

Questo venne, inizialmente, assoggettato al potere regolamentare della Commissione nazionale per le società e la borsa, CONSOB, in materia di quotazione e funzionamento dello stesso, prevedendo la trattazione di titoli non ammessi alla quotazione ufficiale presso le borse valori, solo per contante e per l’esclusivo tramite di operatori autorizzati a negoziare alle grida.

Tali disposizioni vennero poi riviste con l’introduzione dell’Articolo n.62 del Testo Unico della Finanza nel 1998⁴⁰, che demandò la disciplina di qualunque mercato regolamentato all’impianto regolatorio adottato dalla società di gestione, cioè da Borsa Italiana S.p.a.

Tale ente divenne pienamente operativo il 2 gennaio 1998⁴¹ in attuazione del processo di privatizzazione e riorganizzazione della Borsa nazionale previsto dalla Direttiva Europea relativa ai Servizi di Investimento.⁴²

In seguito a tale riorganizzazione del mercato vennero definiti dei requisiti per l’accesso allo stesso che si caratterizzassero per semplicità e scarsa onerosità. Si configurò come condizione sufficiente per l’ammissione, la pubblicazione e il deposito dell’ultimo bilancio d’esercizio sottoposto a revisione contabile con esito non ostativo. Fu previsto, inoltre, che l’emittente dovesse

³⁹ Un Mercato Mobiliare non Regolamentato (Over the Counter, OTC) è un luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimborsare valori mobiliari. L'assenza di regolamentazione riguarda il fatto che il funzionamento di tale mercato, i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate ed è possibile stipulare contratti "atipici". Glossario Finanziario di Borsa Italiana S.p.a.

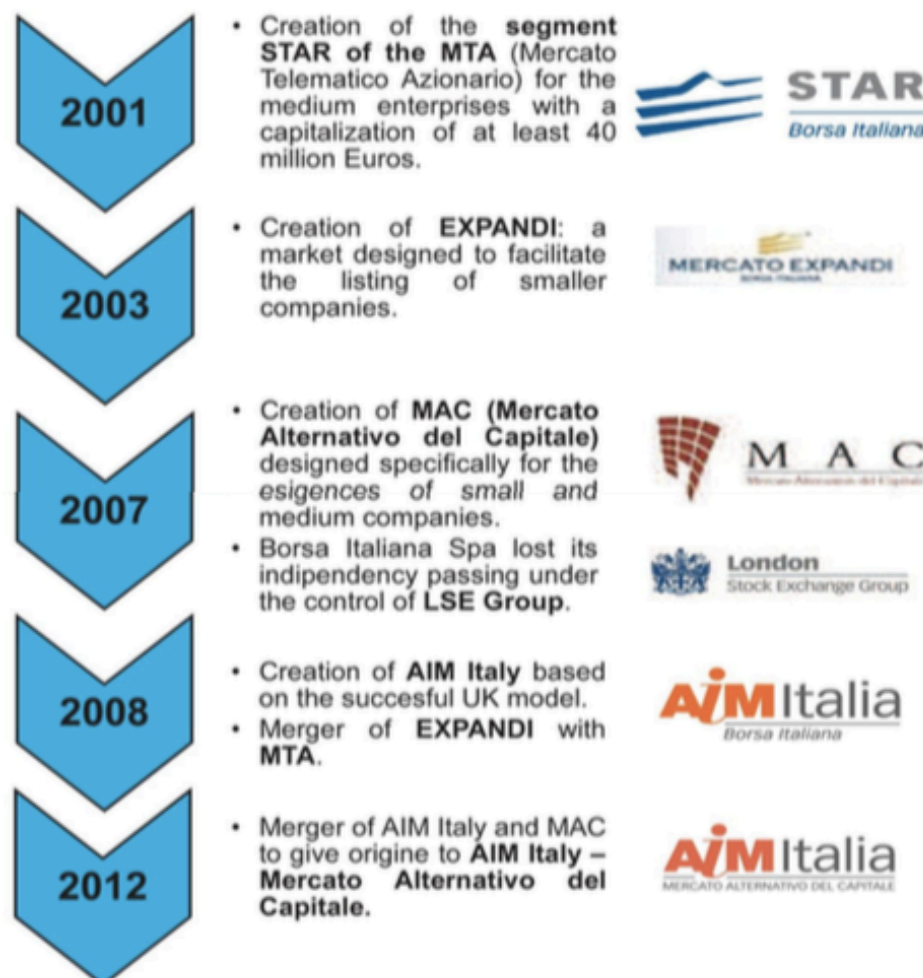
⁴⁰ Il TUF viene introdotto con Decreto legislativo, n.58 del 24 febbraio 1998.

⁴¹ Borsa Italiana S.p.a., “La Privatizzazione della Borsa e il nuovo Quadro normativo”, p.11

⁴² Decreto legislativo, n.415 del 23 luglio 1996, in recepimento della Direttiva Europea Servizi di Investimento (93/22 Cee).

operare un'attività in grado di generare dei ricavi, d'altra parte non vennero previsti dei requisiti minimi relativi al fatturato o altri parametri patrimoniali.

*Figura 4: Evoluzione storica del mercato dedicato alle PMI italiane.
[Fonte: Borsa Italiana S.p.a.]*



Nonostante lo sforzo del legislatore di garantirne un corretto ed efficiente funzionamento, il Mercato Ristretto così configurato non riscontrò grande successo, presentando nel 2001 solo 17 società quotate e 2 obbligazioni convertibili, venne, dunque, sostituito dal “Mercato Expandi” nel 2003. Questo nuovo strumento venne rivolto da subito alle piccole e medie imprese operanti in settori tradizionali con posizioni consolidate nei mercati di riferimento, che presentassero dei risultati economico-finanziari positivi. Mantenendo un impianto di requisiti utili all’ammissione più semplice ed agile rispetto a quello vigente per i mercati di Borsa, questo si rivolgeva alla negoziazione di azioni e strumenti finanziari non ammessi alla quotazione ufficiale dell’MTA⁴³. I requisiti riguardavano una capitalizzazione minima pari ad 1 milione di euro, un flottante minimo

⁴³ Il Mercato Telematico Azionario (MTA) è il principale mercato italiano in cui vengono negoziati azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio, obbligazioni convertibili, warrant, diritti d’opzione e certificati rappresentativi di quote di OICR. È gestito da Borsa Italiana S.p.a. dal quale è stato istituito nel 2001. Questo venne creato per imprese di grande rilevanza ed è diviso in tre segmenti: Blue Chip, Star, Standard.

pari al 10%, la pubblicazione di almeno de bilanci d'esercizio di cui l'ultimo certificato ed il rispetto di alcuni indici patrimoniali e di indebitamento.

Anche l'esperienza di Expandi, tuttavia, risultò fallimentare; questo lentamente scomparve a causa dell'assenza di una disciplina rigorosa, della scarsità di vantaggi fiscali ed in seguito all'introduzione della direttiva MIFID.⁴⁴

Nonostante il fallimento dei precedenti tentativi, Borsa Italiana S.p.a. nel 2007 si concentrò nella creazione di un mercato che potesse configurarsi come un nuovo canale per il rafforzamento patrimoniale delle PMI accelerando la crescita del tessuto produttivo italiano e valorizzando l'innovazione; questo prese il nome di Mercato Alternativo del Capitale (MAC).

Tale nuovo mercato prese la forma di un Sistema di Scambi Organizzati di azioni, riservato agli investitori professionali, fondato sulla semplicità dei requisiti d'ammissione e sul forte collegamento esistente con le banche di riferimento del territorio in cui operano le imprese quotate. Le società interessate, infatti, avrebbero dovuto essere accompagnate lungo un percorso di ammissione da banche autorizzate operanti sul territorio, Sponsor, che avrebbe dovuto verificare la forma di società per azioni della richiedente, nonché che questa disponesse dell'ultimo bilancio d'esercizio certificato da una società di revisione iscritta all'albo della CONSOB.⁴⁵

Nello stesso anno, il gestore della Borsa nazionale decise di accettare una proposta di acquisto avanzata dalla London Stock Exchange Group. Tale combinazione, promettendo di mantenere le personalità giuridiche delle due società, la loro autonomia decisionale sui relativi mercati e i propri marchi separati, a fronte di una progressiva integrazione dei centri finanziari, avrebbe di certo rappresentato una grande opportunità di crescita ed internazionalizzazione per il mercato italiano, dando vita al principale gruppo borsistico europeo.

Il nuovo gruppo prevede di unire i due business altamente efficienti e complementari, coniugando i punti di forza di Borsa Italiana nel mercato azionario italiano, nei securitised derivatives, e nei servizi post-trading con quelli tipici del London Stock Exchange negli strumenti azionari del Regno Unito ed internazionali.

L'integrazione dei due gestori, inoltre, puntò ad una maggiore diversificazione nei prodotti offerti e nella base di clientela delle due Borse, creando opportunità di accesso reciproco per gli

⁴⁴ La direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE (conosciuta anche come direttiva MiFID, acronimo di Markets in Financial Instruments Directive, è un atto normativo emanato dal Parlamento europeo il 21 aprile 2004. Esso costituisce un passo importante verso la costruzione di un mercato finanziario integrato, efficace e competitivo nell'Unione europea (UE).

⁴⁵ Borsa Italiana S.p.a., "Nasce il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)", comunicato stampa, 4/12/2006, <<https://www.borsaitaliana.it>>

operatori e ampliando la liquidità disponibile alle società quotate, riducendo il costo di raccolta del capitale.⁴⁶

Il primo risultato tangibile dell'acquisizione fu la nascita nel 2008 del mercato AIM Italia, sulla scia del mercato di successo AIM UK. Il Gruppo LSE, infatti, ripropose il proprio modello anche nel contesto italiano mantenendo gli fondamentalmente la stessa organizzazione, configurando questo nuovo mercato come strumento simile al precedente MAC, tuttavia, l'AIM puntava sulla rinnovata reputazione internazionale scaturita dall'accordo stipulato.

Inoltre, il neocostituito mercato introdusse alcune novità relative all'accesso alle contrattazioni anche per investitori al dettaglio, oltre che la possibilità di quotazione anche per imprese prive di una storia di business come le Start - Up.

Seguì, dunque, un periodo di riorganizzazione e razionalizzazione dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.a., trovandosi a coesistere, per un ristretto periodo di tempo, ben tre mercati dedicati principalmente alle PMI. Nel 2009 così, si assistette all'accorpamento dei mercati MTA (Mercato Telematico Azionario) ed Expandi: conseguentemente gli strumenti finanziari ammessi sul Mercato Expandi vennero ripartiti nei diversi segmenti dell'MTA e le fasi e gli orari di negoziazione di questi strumenti vennero ad esso uniformati.⁴⁷

L'ultima riorganizzazione dei mercati, nonché quella che restituirà l'assetto attuale, avviene con la fusione di AIM Italia con il MAC nel 2012, dando origine all'attuale AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale. Tale decisione venne maturata valutando gli scarsi risultati ottenuti dal MAC in grado di assommare solamente 11 società quotate fino al 2012, al fine di creare un mercato unico rivolto alla valorizzazione delle grandi potenzialità di crescita delle PMI italiane.⁴⁸

2.4 Requisiti di partecipazione al mercato AIM Italia

Come dimostrato dalla trattazione precedente, quello del finanziamento delle PMI italiane è un problema fondamentale soprattutto in periodi storico – economici come quello attuale, in cui risulta difficoltoso il reperimento di capitale per permettere alle stesse imprese di intraprendere con successo il proprio percorso di crescita. La modalità di finanziamento prediletta nel sistema finanziario italiano è quella offerta dal canale bancario. Questo, tuttavia per caratteristiche strutturali, non è più in grado di assolvere in maniera efficiente al proprio compito di finanziamento dell'intero sistema economico nazionale.

⁴⁶Borsa Italiana S.p.a., “L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo”, comunicato stampa, 23/06/2007, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁴⁷ Borsa Italiana S.p.a., “Mercato MTA ed Expandi”, comunicato stampa, 18/06/2009, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁴⁸ Borsa Italiana S.p.a., “Nasce AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale”, comunicato stampa, 25/01/2012, <<https://www.borsaitaliana.it>>

In risposta alla scarsa sostenibilità del mezzo bancario, si sono iniziate ad affermare nel tempo delle alternative, tra le quali, una delle più interessanti è senza dubbio quella relativa allo sviluppo dei mercati del capitale. La quotazione in borsa, infatti, può determinare una crescita delle società nel medio e lungo termine, conferendo maggiore stabilità alle stesse. A tal proposito, individuando come target quello costituito dalle piccole e medie imprese, il gestore della Borsa nazionale ha introdotto un mercato addetto che prende il nome di AIM Italia. Oltre al soddisfacimento dell'ovvia necessità di capitale di rischio da parte delle imprese, una delle finalità principali di tale mercato è quella di andare a creare una visibilità internazionale alle società quotate ed essere una vera e propria porta di accesso al sistema finanziario europeo; non a caso il mercato italiano rappresenta una stretta derivazione del modello inglese.⁴⁹ AIM Italia si configura come un mercato regolamentato da Borsa Italiana S.p.a. che ha previsto, dunque, il possesso di alcuni requisiti per potervi accedere. L'entità di tali requisiti è, tuttavia, rinomatamente contenuta rispetto a quelli previsti per l'ammissione agli altri mercati del gestore. L'impianto regolatorio dell'AIM Italia è relativo a due regolamenti distinti: il regolamento emittenti ed il regolamento nominated adviser o Nomad. Peculiarità di AIM Italia sono sicuramente un apparato normativo, gli obblighi e i costi di quotazione assai ridotti rispetto a tutti gli altri mercati. Infatti, sono fissati esclusivamente pochi requisiti particolari di trasparenza e di snellezza delle operazioni, d'altra parte questi risultano assolutamente meno stringenti di quelli previsti per l'ammissione al mercato MTA.

Figura 5: Confronto requisiti di accesso al mercato AIM Italia e MTA [Fonte: Borsa Italiana S.p.a.]

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

⁴⁹ Bianchi F., "Come le PMI possono quotarsi in borsa nell'AIM", PMI, volume 17, fascicolo 2, 2011, p. 15

Come descritto dalla figura 5 esistono ovviamente degli adempimenti necessari, che le società intente ad affrontare il processo di quotazione devono rispettare, tra i quali:⁵⁰

- Costituzione sotto la forma di società per azioni (S.p.a.);
- Garanzia della libera trasferibilità delle proprie azioni;
- Nomina e mantenimento di un nominated adviser;
- Possesso di capitale operativo sufficiente per la gestione dell'attività nei primi 12 mesi successivi alla quotazione;
- Presentazione di un documento di ammissione o di un prospetto informativo;
- Possesso di un sito internet della società.

Non è prevista una dimensione minima o massima della società in termini di capitalizzazione e, per quanto riguarda il flottante, è sufficiente una soglia minima pari al 10%. Non sono previsti requisiti particolari in tema di corporate governance, così come non sono previsti requisiti economico-finanziari specifici. Infatti, è il mercato stesso, attraverso la figura del Nomad, a definire le caratteristiche ideali della società che verranno ammesse al mercato.⁵¹

Tra i requisiti individuati insiste la nomina di un Nomad, il cui ruolo risulta essere fondamentale al fine dell'effettivo completamento del processo di quotazione; è a tal punto rilevante che se un'emittente cessa di averne uno, il gestore ne sospende la contrattazione degli strumenti quotati, per giungere fino alla revoca della contrattazione degli stessi qualora non venga sostituito entro due settimane.⁵²

Tale figura, infatti, viene rigidamente individuata e definita dal "Regolamento nominated adviser" che ne prevede il rispetto di stringenti requisiti formali e sostanziali al fine dell'iscrizione dello stesso nel registro ufficiale tenuto da Borsa Italiana. I principali criteri per ottenere la qualifica riguardano:⁵³

- Configurazione sotto forma di ente dotato di personalità giuridica, noto al mercato e con adeguata professionalità;
- Possesso di bilanci d'esercizio approvati da una società di revisione;
- Possesso di esperienza sufficiente in ambito di corporate finance, almeno due anni, ed esecuzione di numerose operazioni rilevanti in tale ambito;

⁵⁰ Borsa Italiana S.p.a., "AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Emittenti", 01/03/2012, pp. 5-40, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁵¹ Borsa Italiana S.p.a., "Il mercato per fare impresa, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale", p.4, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁵² Borsa Italiana S.p.a., "AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Emittenti", 01/03/2012, p. 5, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁵³ Borsa Italiana S.p.a., "AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Nominated Adviser", 01/03/2012, p. 4, <<https://www.borsaitaliana.it>>

- Possesso di un numero di dipendenti adeguato all'esecuzione delle operazioni richieste;
- Presenza nell'organigramma di "Key executives" di comprovata esperienza e professionalità e con conoscenza dell'assetto normativo relativo alle attività di corporate finance;
- Predisposizione di adeguate procedure di controllo al fine di rispettare il regolamento in questione.

Il rilascio della qualifica, tuttavia, è comunque subordinato ad altre valutazioni in capo al gestore. In aggiunta ai criteri di ammissione, infatti, Borsa Italiana valuta se l'attribuzione della qualifica di "nominated adviser" a un richiedente possa nuocere alla reputazione o all'integrità dell'AIM Italia e in tale ipotesi si riserva il diritto di respingere la domanda dello stesso, anche laddove questo soddisfi tutti i requisiti previsti.⁵⁴

Il Nomad, dunque, si configura come un vero e proprio garante della società nei confronti di Borsa Italiana. Questo sarà, infatti, responsabile dell'assistenza e del supporto all'emittente AIM Italia sia in occasione dell'ammissione che su base continuativa una volta avvenuta la stessa. Nello specifico il suo ruolo assume rilevanza operativa relativamente alla valutazione dell'emittente e dei propri strumenti finanziari, al processo di due diligence precedente all'ammissione, oltre che all'iter di redazione del documento di ammissione e, in ultimo, alla compliance con il regolamento emittenti.⁵⁵

2.5 Processo di quotazione

Come espresso nel paragrafo precedente, l'ammissione all'AIM Italia comporta un procedimento sicuramente più snello ed agile rispetto a quelli previsti per la quotazione sui mercati tradizionali. Tali caratteristiche sono state congeniate da Borsa Italiana per avvantaggiare le piccole e medie imprese nell'utilizzo di tale strumento di finanziamento. Il percorso standard studiato dal gestore, infatti, consta di più tappe suddivise su un orizzonte temporale di circa 6 mesi. D'altra parte, proprio in virtù del target caratteristico del mercato, tali tempistiche potrebbero non essere del tutto veritiere a causa delle attività preparatorie che le imprese interessate, probabilmente, dovranno mettere in atto per giungere al momento d'inizio dell'iter vero e proprio in condizioni ottimali per fronteggiarlo. Risulta, dunque, opportuno effettuare un'attenta analisi

⁵⁴ Borsa Italiana S.p.a., "AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Nominated Adviser", 01/03/2012, p. 4, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁵⁵ Borsa Italiana S.p.a., "AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Nominated Adviser", 01/03/2012, pp. 15-16, <<https://www.borsaitaliana.it>>

degli aspetti societari e gestionali e pianificare nel tempo le attività preparatorie, per massimizzare i benefici della quotazione.

Scendendo nel particolare, le imprese che vogliono intraprendere la via della quotazione borsistica, dovranno precedentemente:

- Definire e confermare il proprio piano industriale e le relative esigenze di finanziamento;
- Operare eventuali riorganizzazioni societarie, introducendo eventuali modifiche nella struttura di governo e nei processi di controllo, al fine di coinvolgere tutto il management nel progetto di quotazione;
- Deliberare la quotazione;
- Adozione dei principi contabili di bilancio internazionali (IAS/IFRS), italiani (OIC) o americani (US GAAP) e certificazione del bilancio;
- Prendere i primi contatti con i Relationship Manager di Borsa Italiana.

Figura 6: Processo di quotazione su AIM Italia. [Fonte: Borsa Italiana S.p.a.]



La procedura di quotazione vera e propria, come mostrato dalla figura 6, appare snella e poco impegnativa per le società in procinto di quotarsi; questo aspetto infatti è uno dei punti di forza dell'offerta di AIM Italia. Dopo l'individuazione e la nomina del Nominated Adviser e, più in generale del team di consulenza che lo coadiuverà, l'adempimento principale riguarda l'avvio della fase di due diligence, svolta dagli stessi. Questa attività influenza, inevitabilmente ed in modo diretto, la durata dell'intero processo, dovendo rappresentare il procedimento di verifica relativo

al rispetto di tutti gli adempimenti obbligatori in capo alla società, al fine del rilascio della dichiarazione di appropriatezza dell'emittente da parte del Nomad.

Tale figura, dunque, è chiamata ad eseguire, nella maniera più efficace, chiara e trasparente possibile, un'attività investigativa che riguardi le vicende e le caratteristiche fondanti della società quotanda. Nello svolgimento della stessa il Nomad si avvarrà, supervisionandone l'operato, degli altri esperti che compongono il team di consulenza. In particolare, la due diligence riguarda quattro aspetti fondamentali quali:⁵⁶

- 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 e l'esistenza di covenants⁵⁷ sul debito, ogni aspetto riguardante i debiti scaduti di natura commerciale, finanziaria, tributaria e previdenziale, i crediti commerciali scaduti e i contratti derivati;
- Due diligence business - deve prevedere un'analisi dell'emittente e del proprio gruppo, del mercato di riferimento, del posizionamento competitivo e della strategia, nonché il proprio business model;
- 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 pricing⁵⁸, nonché le eventuali esenzioni, riduzioni o agevolazioni d'imposta di cui l'emittente abbia goduto nell'ultimo triennio;
- 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 avvenute negli ultimi tre anni, i contratti rilevanti in essere, il contenzioso in corso, i procedimenti pendenti o minacciati, i beni materiali ed immateriali, la proprietà intellettuale, i marchi e brevetti, i dipendenti e il rapporto di lavoro e la

⁵⁶Borsa Italiana S.p.a., "AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Nominated Adviser", 01/03/2012, pp. 15-16, <<https://www.borsaitaliana.it>>

⁵⁷ Indica un accordo che intercorre tra un'impresa e i suoi finanziatori, che mira a tutelare questi ultimi dai possibili danni derivanti da una gestione eccessivamente rischiosa dei finanziamenti concessi. L'accordo prevede clausole vincolanti per l'impresa, pena il ritiro dei finanziamenti o la loro rinegoziazione a condizioni meno favorevoli.

⁵⁸ L'espressione transfer pricing identifica il procedimento per determinare il prezzo congruo in un'operazione avente ad oggetto il trasferimento della proprietà di beni e servizi, avvenuta tra entità appartenenti allo stesso gruppo multinazionale.

privacy, le assicurazioni, le questioni ambientali e sicurezza e le operazioni con parti correlate.

Una volta terminata con successo tale fase di analisi puntuale operata dal Nominated Adviser, questo sarà in grado di determinare, fondamentalmente, la liceità della richiesta di ammissione da parte della società quotanda. Il giudizio vincolante del garante di Borsa Italiana, infatti, è contenuto nella documentazione da questo prodotta e necessaria per l'ultimazione della procedura.

A questo punto del processo si richiede, dunque, che l'emittente invii una comunicazione di pre-ammissione almeno 10 giorni prima della data di ammissione prevista a Borsa Italiana che contenga una serie di informazioni riguardanti le generalità della società e dei propri amministratori, oltre che l'indicazione delle caratteristiche della quotazione per la quale si sta eseguendo l'applicazione; la documentazione in questione deve superare il controllo del Nomad relativo alla compliance rispetto ai regolamenti previsti dal gestore. Il preavviso con il quale va inoltrata la documentazione permette a Borsa Italiana di diffonderne i contenuti, avvalendosi di un Servizio di Diffusione dell'Informativa Regolamentata (SDIR).

Almeno tre giorni prima della data di ammissione prevista, l'emittente dovrà poi provvedere al pagamento dei corrispettivi e inviare a Borsa Italiana la domanda di ammissione completa, oltre che il documento di ammissione. A questo deve essere allegata la dichiarazione degli amministratori che affermi la completezza e attesti l'originalità e la non falsità di tale documento, nonché la dichiarazione del Nomad richiesta dal proprio regolamento.

2.6 Costi di quotazione

Analizzati i processi di quotazione, l'ultimo elemento da considerare, ai fini della redazione di una puntuale analisi relativa all'accesso da parte delle PMI al canale di finanziamento borsistico, è quello relativo ai costi insiti nel processo stesso.

Questi, infatti, rappresentano, unitamente alle modificazioni di struttura societaria, uno dei principali scogli che le imprese incontrano durante il proprio cammino e dai quali spesso vengono dissuase. D'altra parte, nonostante l'ammontare complessivo dei costi necessari a concludere l'intero processo con successo rappresenti una cifra considerevole, in media pari circa al 10% del capitale raccolto tramite IPO⁵⁹, questo deve essere considerato alla stregua di un vero e proprio investimento e giudicato unitamente ai benefici che implicherà tramite la quotazione.

⁵⁹ L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.

Diversamente dal finanziamento bancario, infatti, i costi di quotazione si sostengono una sola volta, ma danno accesso al canale di finanziamento del mercato in via permanente.

Scendendo nel particolare, i costi di quotazione possono dividersi tra:⁶⁰

- Costi variabili – questi sono direttamente proporzionali alle dimensioni della società, infatti riguardano principalmente il costo del collocamento dei titoli. Tale attività viene effettuata dai broker finanziari il cui compenso viene calcolato in percentuale del capitale raccolto, esponendo dunque l'impresa a costi crescenti all'aumentare dell'offerta di titoli sul mercato.
- Costi fissi – tale voce comprende tutte le spese relative al processo di preparazione della società ai fini della quotazione in Borsa e ciò fa sì che siano strettamente legati alla complessità della compagine aziendale in questione. L'attività maggiormente impattante nella composizione di tale ammontare riguarda il processo di due diligence (finanziaria e di business) oltre che la redazione del documento di ammissione operati dal Nominated Adviser. Sono inoltre da considerare i compensi per la società di revisione, e di consulenza legale intervenute nelle fasi di due diligence legale e fiscale, oltre che le fee di listing verso Borsa Italiana S.p.a. e Monte Titoli S.p.a.⁶¹.

2.6.1 Credito d'imposta sui costi di quotazione

A riguardo dei costi sostenuti da società in procinto di quotarsi su AIM Italia, bisogna necessariamente registrare una particolare opportunità prevista per la prima volta dalla Legge di Bilancio 2018. Nella stessa, infatti, viene specificato come alle PMI che “iniziano una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo è riconosciuto, nel caso di ottenimento dell'ammissione alla quotazione, un credito d'imposta, fino ad un importo massimo nella misura di 500.000 euro, del 50 per cento dei costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2020, per la predetta finalità”⁶².

Il credito d'imposta previsto, dunque, si configura come un grande incentivo rilevante ai fini della quotazione; secondo una stima di IR Top Consulting, infatti, il costo complessivo di

⁶⁰ Fonte dati il sito ufficiale di Borsa italiana S.p.a.

<<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/comequotarsi/costi/costi.htm>>

⁶¹ Monte Titoli S.p.A. è una società del gruppo London Stock Exchange Group, del quale fanno parte Borsa italiana la Borsa di Londra. È il Deposito Centrale Titoli italiano che alle funzioni di precollocamento, collocamento e custodia titoli oltre ad erogare servizi di amministrazione accentrata su azioni nazionali. Si occupa, infine, dei servizi di emissione per clienti nazionali ed internazionali.

⁶² Comma 89, Articolo 1, Legge del 27 dicembre 2017, n. 205 in materia di “Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020”.

quotazione verrà pressoché dimezzato, scendendo da circa il 10% dei capitali raccolti al 5-6%, dato in linea con la media europea.⁶³

Un aspetto fondante dell'iniziativa governativa risulta poi il riconoscimento del credito d'imposta esclusivamente per la quota parte relativa all'aumento di capitale all'interno dell'operazione di IPO, e non per la parte in vendita, favorendo così l'afflusso di risorse mirate solo alla crescita dell'impresa. Si configura dunque sotto forma di vantaggio fiscale in capo all'emittente, escludendo l'eventuale quota di competenza degli azionisti venditori.

Le previsioni di legge descritte, inoltre, risultano valide anche per quelle PMI oggetto di business combination, nell'ambito del perimetro di azione delle SPAC sopradescritte.

Le uniche prescrizioni previste dalla Legge ai fini dell'applicabilità del credito d'imposta riguardano la caratterizzazione della società come PMI, secondo la definizione imposta dall'UE⁶⁴, oltre che l'orizzonte temporale, individuato nel triennio 2018-2020, nel quale l'operazione di quotazione deve verificarsi.

La previsione di un tetto massimo annuo per società pari a 500.000 euro, inoltre, viene introdotto in ottemperanza alla previsione di un tetto complessivo ai crediti d'imposta posto dallo Stato a 20 milioni di euro per il 2019 e 30 milioni di euro per l'anno 2020.

2.6.2 Il fenomeno dell'Underpricing nelle IPO

Parlando di costi di un'emissione azionaria, di certo bisogna tenere in considerazione il fenomeno dell'Underpricing. Questo prevede che il prezzo di emissione dei titoli in fase di IPO, risulti inferiore al valore effettivo delle azioni offerte al pubblico, così da configurare una serie di costi tanto nascosti quanto reali per gli emittenti.⁶⁵

La letteratura ha messo posto particolare attenzione su tale fenomeno già da molto tempo, d'altra parte sono state individuate numerose teorie relative alla sua causa e natura, ma nessuna spiegazione univocamente condivisa e convalidata.

Quel che è certo è l'esistenza e la persistenza di tale fenomeno sui mercati mondiali, non escluso quello italiano. Per comprendere l'importanza di un simile costo nascosto per gli emittenti, basti pensare che nelle IPO verificatesi sui mercati italiani tra il 1985 e il 2000 insistesse una

⁶³ Albricci P.P., "Nel 2018 si dimezzeranno i costi fissi per la quotazione delle pmi", MilanoFinanza, 10/01/2018, <<https://www.milanofinanza.it>>

⁶⁴ Cfr. Capitolo 1, Paragrafo 1

⁶⁵ Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", McGraw-Hill Education, 7ed, 2015, p.394.

svalutazione iniziale dei titoli pari a circa il 21% del rendimento medio registrato alla fine del primo giorno di negoziazione.⁶⁶

Una simile statistica implica dunque dei rilevanti costi associati a carico dell'emittente. Questo infatti, avrebbe potuto vendere le proprie azioni al pubblico a prezzi più elevati, o alternativamente, avrebbe potuto raccogliere lo stesso capitale vendendone meno, configurando una situazione di vera e propria perdita di ricchezza anche conosciuta come “money left on the table”.⁶⁷

La statistica in questione è nel tempo evoluta e nuovi studi si sono concentrati in particolar modo sul fenomeno osservato in fase di IPO di piccole e medie imprese nel periodo intercorrente tra il 2001 e il 2012.

Tabella 5: underpricing in base alla classificazione di mercato dato grezzo e corretto. [Fonte: Journal of Economic & Finance]

Market	No. IPOs	RIR %	Std deviation	MAIR %	Std Deviation
MTA	32	4.17%	0.112	4.38%	0.106
MTA (STAR)	31	4.43%	0.113	5.34%	0.107
MTA (Blue Chips)	14	1.35%	0.078	2.54%	0.065
Nuovo Mercato (NM)	5	-2.60%	0.065	-2.11%	0.046
Mercato Expandi (ME)	30	9.58%	0.111	9.60%	0.107
AIM Italia (AIMIT)	17	16.32%	0.196	14.85%	0.202
Total	129	6.52%	0.129	6.75%	0.124

Nella tabella sono indicate rispettivamente le tipologie di mercato (Market), il relativo numero di IPO (No.IPOs), il dato grezzo (RIR%) con annessa deviazione standard (Std deviation), il dato corretto (MAIR%) con annessa deviazione standard (Std deviation). Il raw initial return (RIR) nel primo giorno di contrattazione dell'IPO è una stima valida sotto condizioni di mercato perfetto, mentre il dato market adjusted initial return (MAIR) del primo giorno di contrattazione dell'IPO, tiene conto delle imperfezioni dello stesso e per questo fornisce una misura più accurata del ritorno iniziale dell'IPO e per questo viene considerato nell'analisi.

I risultati dello studio pubblicato sul Journal of Economic & Financial Studies, dunque, hanno evidenziato come su un campione di 17 compagnie quotate per la prima volta su AIM Italia sia risultato un underpricing pari circa al 14,85%,⁶⁸ confermando il trend discendente del fenomeno, attestatosi sui mercati italiani al 6,75%, grazie all'adozione di metodi di book-building⁶⁹ più efficienti, che consentano ai sottoscrittori di raccogliere informazioni precise sulla domanda di azioni da parte degli investitori istituzionali.⁶⁶

Nonostante il dato relativo all'underpricing si mostri generalmente in diminuzione sui mercati italiani, la fattispecie rappresentata dal segmento AIM Italia rimane la più colpita dal fenomeno,

⁶⁶ Dell'Acqua A., Etro L.L., Teti E., Murri M, “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 03, n.03, Giugno 2015, p.5

⁶⁷ Dell'Acqua A., Etro L.L., Teti E., Murri M, “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 03, n.03, Giugno 2015, p.1

⁶⁸ Dell'Acqua A., Etro L.L., Teti E., Murri M, “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 03, n.03, Giugno 2015, p.7

⁶⁹ Processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli.

determinando generalmente un aumento dei costi sopportati in fase di IPO dalle piccole e medie imprese. Le motivazioni a sostegno di tale evidenza risiedono in alcune caratteristiche intrinseche alle società in questione. Queste, infatti, risultano troppo giovani per poter avere una track-record utile ad una valutazione certa del proprio valore e per questo rappresentano un profilo di investimento più rischioso e meno profittevole di altri.⁷⁰

Tabella 6: underpricing in base a classificazione di capitalizzazione di mercato dato grezzo e corretto. [Fonte: Journal of Economic & Finance]

Market Cap	No. IPOs	RIR %	Std deviation	MAIR %	Std Deviation
< 50 mln	26	10.53%	0.1244	9.88%	0.1243
50 - 250 mln	50	5.46%	0.1441	5.83%	0.1399
250 - 500 mln	24	6.86%	0.1115	7.41%	0.1041
500 mln - 1 bln	16	5.91%	0.1409	6.32%	0.1351
> 1 bln	13	2.74%	0.0822	3.35%	0.0682
Total	129	6.52%	0.129	6.75%	0.124

Nella tabella sono indicate rispettivamente le classi di capitalizzazione (Market Cap), il relativo numero di IPO (No.IPOs), il dato grezzo (RIR%) con annessa deviazione standard (Std deviation), il dato corretto (MAIR%) con annessa deviazione standard (Std deviation). Il raw initial return (RIR) nel primo giorno di contrattazione dell'IPO è una stima valida sotto condizioni di mercato perfetto, mentre il dato market adjusted initial return (MAIR) del primo giorno di contrattazione dell'IPO, tiene conto delle imperfezioni dello stesso e per questo fornisce una misura più accurata del ritorno iniziale dell'IPO e per questo viene considerato nell'analisi.

Inoltre, i dati hanno evidenziato l'esistenza di una relazione tra la dimensione delle società quotande e il livello di underpricing da queste sopportato. Un aumento nella capitalizzazione dell'emittente sembra essere collegato ad un minor livello di underpricing sui propri titoli; le imprese che hanno esperito il minor livello di underpricing tra quelle in analisi, si attesta al livello del 3,35% e riguarda società con una capitalizzazione superiore ad 1 miliardo di euro.⁷⁰

Oltre alle cause mostrate dalle evidenze empiriche della ricerca, ne esistono delle altre condivise dalla letteratura classica che sul tema si è espressa. Una prima spiegazione del fenomeno riguarda la teoria conosciuta con il nome di "Maledizione del vincitore", che basa le proprie fondamenta sul meccanismo di funzionamento intrinseco di un'asta. Anche un IPO ha delle caratteristiche assimilabili ad una fattispecie di asta e per questo risulta valida, anche in tale situazione, la tendenziale sovrastima del bene, nel caso specifico i titoli in contrattazione, da parte del vincitore dell'asta, mantenendo la metafora il nuovo azionista. Una simile conclusione, tuttavia, risulta plausibile solo nell'ipotesi in cui gli altri partecipanti ne non tengano conto nella formulazione delle proprie offerte. Qualora, invece, questi fossero consapevoli del pericolo di pagare un prezzo troppo elevato, allora rettificherebbero corrispondentemente i prezzi delle offerte verso il basso. Ne consegue che imprese e banche sottoscrittrici siano disposte ad accettare un

⁷⁰ Dell'Acqua A., Etro L.L., Teti E., Murri M., "IPO underpricing and aftermarket performance in Italy", Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 03, n.03, Giugno 2015, p.8

certo livello di underpricing al fine di attirare tutti quegli investitori non informati e non in grado di distinguere quali emissioni siano attraenti, esponendosi contestualmente alla “maledizione” in questione.⁷¹

Dall’analisi condotta appare, dunque, chiaro il ruolo degli intermediari implicati nel processo di IPO; questi, infatti, provvedono all’effettiva immissione sul mercato dei titoli, acquistandone precedentemente la proprietà dall’emittente e rivendendoli poi agli investitori sui mercati. Tralasciando tutta una serie di clausole paracadute per gli intermediari esistenti, appare evidente come il mancato piazzamento di tutti i titoli rappresenterebbe per questi un problema; si ritroverebbero con dei titoli non liquidi e deprezzati nel proprio portafoglio, anziché flusso di liquidi a compenso dell’operazione da poter immediatamente reinvestire. Con tali premesse, dunque, risulta facile comprendere come spesso siano proprio tali figure a prevedere il fenomeno dell’underpricing per evitare la mancata vendita della totalità dei titoli in loro possesso.

D’altra parte, in conclusione, bisogna notare come non sempre la sopportazione dell’underpricing rappresenti una fattualità malevola in capo agli azionisti. Secondo gli studiosi Loughran e Ritter, infatti, una risposta è individuabile nella psicologia comportamentale degli azionisti, sostenendo che il costo annesso al fenomeno possa essere per questi superato considerando la possibilità di raccogliere più capitale di quello realmente immaginato e sperato in fase di studio dell’operazione.⁷¹

2.7 Contributo di un esperto del settore: Dottor Renato Maviglia

Nel paragrafo seguente si riporta un importante contributo sotto forma di intervista, che contiene il punto di vista e l’esperienza diretta di una personalità da anni impegnata nel settore di regolamentazione finanziaria. Ad aver rilasciato il contributo in questione è stato il Dottor Renato Maviglia, attualmente responsabile dell’Ufficio Prospetti Equity e IPO, coordinato nell’ambito della Divisione Informazione Emittenti, presso CONSOB.

▪ CONSOB e le modalità di intervento su AIM Italia

In molti si aspettano da CONSOB che esegua un controllo generale su tutte le forme di mercato e l’AIM non ne è escluso. Molti richiederebbero infatti un ruolo attivo della CONSOB anche in questo ambito, d’altra parte l’AIM Italia è un MTF, dunque, un mercato non regolamentato e per questa sua caratteristica non è sottoposto originariamente al

⁷¹Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., “Principi di Finanza Aziendale”, McGraw-Hill Education, 7ed, 2015, p.396

controllo diretto e all'influenza della CONSOB. In particolare, si noti come tale mercato sia gestito da BORSA Italiana S.p.a. che demanda il ruolo di controllo vero e proprio sui documenti utili all'ammissione alla figura del Nomad. Tranne in casi nei quali tale figura porti all'attenzione dell'autorità qualche particolare situazione poco chiara o a meno di situazioni in cui si configuri un'offerta al pubblico da parte degli emittenti AIM, la CONSOB non è tenuta ad entrare nel merito. A dire il vero, la mancata sottomissione del mercato AIM al controllo della CONSOB è un aspetto positivo; è infatti fondamentale la differenziazione dei mercati per garantirne un funzionamento efficiente. In base alle proprie caratteristiche le imprese con dimensioni o esigenze differenti tra di loro, infatti, hanno la possibilità di selezionare il mercato a loro più confacente in autonomia, basandosi sulle proprie capacità di adempiere ai requisiti previsti dagli stessi. Tuttavia, tale processo sta essendo progressivamente ridimensionato in virtù del nuovo indirizzo della regolamentazione europea, volta a ridurre questo scalino esistente tra mercati regolamentati e non regolamentati.

- ***Rilevanza delle IPO su AIM Italia rispetto agli altri segmenti: potenzialità di diffusione del mercato e possibilità di catch-up dei segmenti large cap***

Questo è indubbiamente un tema molto importante da affrontare, parlando dell'evoluzione e della crescita del mercato di capitale per le piccole e medie imprese. Ultimamente la CONSOB ha redatto un interessante studio in collaborazione con IR Top Consulting a riguardo. Secondo questo, nonostante ci si trovi in un contesto in cui il numero delle IPOs generalmente è in flessione a causa della recente crisi economica, negli ultimi anni si stanno registrando un numero sempre maggiore di passaggi da AIM Italia a MTA. Tale casistica ha assunto grande rilevanza proprio negli ultimi due anni; in soli 17 mesi tra 2018 e 2019, si sono verificati ben 8 passaggi di società precedentemente quotate su AIM Italia sul mercato MTA, su un totale di 13 ammissioni che lo stesso ha fatto registrare nel periodo in analisi. I risultati dello studio evidenziano come l'AIM Italia rappresenti sempre di più un vero e proprio strumento di avvicinamento ed acclimatamento delle PMI ai mercati di capitale, determinandone un ruolo fondamentale nell'economia del sistema industriale italiano. A tal proposito, è inoltre importante ricordare come al fine del passaggio da AIM Italia a MTA, le società siano sottoposte al rispetto di criteri più stringenti ed onerosi. Tale previsione è stata tenuta in conto dal legislatore europeo che ne ha agevolato l'iter grazie all'introduzione da parte del nuovo regolamento prospetto

dell'EU Growth Prospectus il quale prevede una disciplina semplificata in materia di prospetto per le emissioni secondarie.

▪ ***Incidenza degli SPAC su AIM Italia***

Le Special Purpose Acquisition Companies rappresentano un altro importante strumento di sostegno alle piccole e medie imprese nel loro processo di ricerca di capitale per intraprendere un percorso di crescita. Questi strumenti si concentrano sul lato dell'offerta, contrariamente ai PIR infatti, servono principalmente a far intraprendere il processo di quotazione su mercati di capitale a tutte quelle realtà societarie che alternativamente ne sarebbero scoraggiate. Come è risaputo l'ammissione sui mercati, anche se non regolamentati, comporta numerosi costi e determinati iter superabili solo in seguito al soddisfacimento di diversi requisiti onerosi sotto diversi punti di vista; economici, organizzativi e temporali. Una delle principali problematiche riscontrate da società di modeste dimensioni che si avvicinano ai mercati di capitali è rappresentata proprio dall'aspetto temporale dell'ammissione. Il periodo intercorrente tra il pagamento di professionisti per la redazione di documenti e consulenze e l'effettiva raccolta di capitale fresco da inserire nelle casse societarie, può variare tra i 6 e 12 mesi e spesso una simile tempistica, unitamente agli alti costi ed agli adempimenti burocratici, può scoraggiare le imprese ad intraprendere il percorso della quotazione. Tramite l'utilizzo delle SPAC, invece, il capitale di rischio viene raccolto preventivamente e tutto il processo rimane in capo agli azionisti della stessa. In questo modo viene garantito alle società interessate alla quotazione una liquidità immediata a fronte di un iter di gran lunga semplificato e reso meno oneroso.

▪ ***Incidenza dei PIR su AIM Italia***

Quella dei PIR è un'esperienza molto interessante, questi infatti sono stati inseriti recentemente nell'ordinamento italiano tramite la Legge di bilancio del 2016, sulla scorta delle precedenti esperienze estere come ad esempio quella inglese relativa agli Individual Savings Accounts (ISAS). Tali strumenti hanno rappresentato una svolta importante, concentrandosi per la prima volta sul lato degli investitori ai quali vengono riconosciuti degli incentivi in presenza di determinati utilizzi del capitale proprio. A chi volesse investire in azioni o strumenti finanziari di determinati emittenti quali le PMI quotate su AIM Italia, ad esempio, vengono riconosciuti degli incentivi fiscali per farlo. Oltre che una

novità nel campo finanziario degli investimenti retail, la loro introduzione ha ovviamente determinato un buon riscontro quantitativo in capo alle imprese di piccole o medie dimensioni oggetto delle previsioni dei PIR. D'altra parte, i recenti sviluppi normativi stanno limitato l'efficacia di tali strumenti come modalità alternativa per far affluire liquidità sui mercati dedicati alle PMI come AIM Italia.

▪ ***Confronto del segmento small-medium cap a livello europeo: competitors di AIM Italia***

A livello europeo indubbiamente esistono delle esperienze simili di mercati dedicati alle piccole e medie imprese e probabilmente l'esempio migliore e meglio riuscito è quello dell'AIM UK da cui, tra l'altro, prende ispirazione diretta l'esperienza italiana dell'AIM Italia. D'altra parte, quello dei mercati di capitale rivolti principalmente alle PMI è un tema molto sentito e importante in ambito europeo, tanto da muovere il legislatore europeo a prevedere la creazione della cosiddetta Capital Market Union o CMU. Tale progetto mira a facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai mercati di capitale nell'unione, veicolando su di essi i capitali europei così da fornire diversificazione di finanziamento alle imprese a costi inferiori, nuove opportunità di investimento ai risparmiatori e stabilizzando l'intero sistema finanziario. Per la realizzazione effettiva dell'unione dei mercati il legislatore si affida all'introduzione degli Small-Medium Equity Growth Market operata tramite le previsioni della direttiva MIFID II. In questo modo si permette inoltre alle PMI di acclimatarsi sugli SME Growth Markets prima di procedere al passaggio sui mercati regolamentati. Un ruolo importante in questo percorso innovativo di creazione di un apposito quadro normativo europeo, ricopre il Prospetto UE della crescita che, inserendo delle novità relative all'impianto informativo delle piccole e medie imprese, persegue l'equilibrio tra efficienza di accesso ai mercati e convenienza della stessa, salvaguardando contestualmente l'interesse degli investitori.

▪ ***Considerazioni riguardanti la governance***

Risultati utili a tale analisi sono contenuti in uno studio condotto dalla CONSOB e IR Top Consulting sulla governance e la trasparenza delle società small cap. L'analisi viene condotta principalmente sui mercati MTA e AIM Italia e da questa si evincono ovvie differenze tra i due mercati. Una prima osservazione viene effettuata sugli assetti proprietari delle società quotate su AIM Italia che risultano spesso avere un'alta concentrazione con azionisti in possesso di partecipazioni superiori al 50%. Tale dato ha

ovviamente anche delle ripercussioni sulla composizione dei Consigli di Amministrazione vigenti nelle società stesse. Secondo l'analisi, infatti, le imprese quotate su AIM Italia presentano dei CdA di minori dimensioni rispetto a quelli operanti su MTA, con una media rispettivamente di 6 componenti contro 9, oltre che caratterizzati da un numero inferiore di amministratori indipendenti che rappresentano solo il 26% di tutti gli amministratori presenti su AIM Italia. Inoltre, i CdA di tali società presentano un importante gender gap rispetto a quello vigente su MTA; solo 59/103 società quotate in AIM Italia presentano caratteristiche di diverse gender. In fine, viene affrontata un'analisi relativa al lato degli investitori presenti sullo stesso mercato e si scopre come ad investire su AIM Italia siano per lo più investitori istituzionali con partecipazioni rilevanti circa per il 25%, di cui la maggior parte sono asset manager operanti in Italia.

Il caso di Equita Group S.p.a.: L'investment bank indipendente, leader nel settore delle mid & small caps

3.1 Storia dell'azienda: da Euromobiliare S.p.a. ad Equita Group S.p.a.

La società nasce nel 1973 con il nome di Euromobiliare S.p.a. configurandosi come una delle prime merchant bank private italiane. Avendo intrapreso un percorso virtuoso di crescita ed essendo riuscita ad imporsi sulla scena nazionale come attore di riferimento, nel 1982 persegue la via della quotazione azionaria presso la Borsa di Milano.

Segue poi un periodo che vede la società intrecciare delle partnership con banche commerciali internazionali. Nel 1988, ad esempio, Midland Bank Plc acquisisce il controllo della compagnia che, di lì a poco, avrebbe mutato la propria forma societaria costituendo Euromobiliare SIM S.p.a. in attuazione delle previsioni della Legge n. 1/1991⁷². Inoltre, nel 1994 Euromobiliare SIM S.p.a. viene acquisita da Credito Emiliano con il fine successivo di operazione di reverse merger e quotazione della stessa.

Dopo la parentesi di collaborazione come parte di gruppi bancari italiani e stranieri, dal 2002 il Top Management di Euromobiliare diviene suo azionista di riferimento, iniziando un processo di management buyout. Questo si completerà entro il 2007 grazie all'intervento del fondo di private equity J.C Flowers & CO. Con il supporto di Mid Industry Capital S.p.a., determinando, inoltre, il cambiamento della denominazione della società in Equita SIM S.p.a. in seguito all'ultimazione del processo l'anno seguente.

La compagine azionaria della società muta nuovamente nel 2015 quando il management di Equita SIM S.p.a. congiuntamente ad Alessandro Profumo, acquistano la maggioranza, rilevando il 50,5 % posseduta dal fondo J.C. Flowers & CO.

La nuova proprietà inizia un percorso di riorganizzazione dell'assetto di controllo e di governo societario, tramite la creazione di Equita Group S.p.a., holdco detenente la totalità delle azioni di Equita SIM S.p.a.

Nei progetti del management vi è quello di un'apertura ai mercati di capitali della società, che infatti nel novembre 2017 viene ammessa alle negoziazioni sull'AIM Italia, trampolino di lancio che nel giro di un anno dalla quotazione le permette l'avvio della procedura di ammissione sul

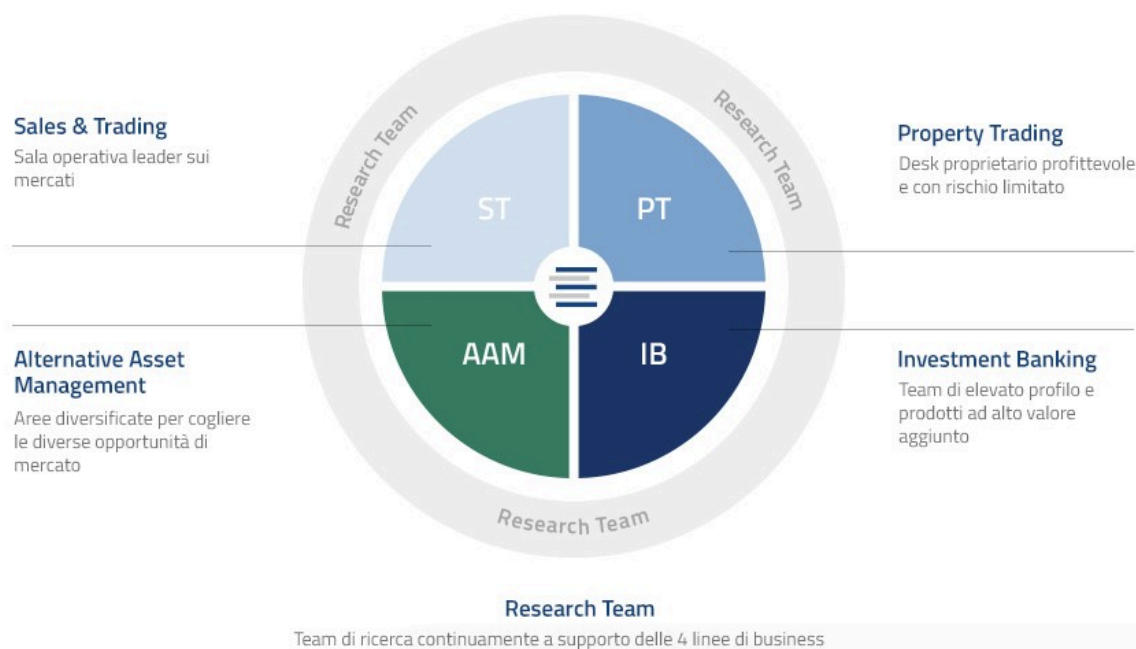
⁷² Legge del 2 gennaio 1991 n.1 in materia di "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari".

Mercato Telematico Azionario (MTA), richiedendo la qualifica di emittente STAR, che ottiene essendo ammessa alle negoziazioni nell'ottobre 2018.⁷³

3.2 Linee di business

Equita Group S.p.a. ha vissuto un lungo periodo evolutivo che la ha vista quotarsi sui mercati, cambiare numerose proprietà ed evolvere il proprio raggio d'azione ed il proprio business diverse volte. Ad oggi è caratterizzata da una struttura operativa ben definita e variegata in grado di determinarne il solido ruolo di riferimento per imprese e investitori istituzionali che la contraddistinguono. La sua offerta si fonda generalmente sulla grande esperienza nell'ambito della consulenza indipendente e sulla conoscenza approfondita dei mercati che da sempre hanno distinto l'operato della società, che nel corso del tempo ha assunto un focus sempre più rivolto alle mid & small caps. La società, dunque, svolge le proprie attività attraverso diverse linee di business, sinergiche e supportate da un team di ricerca, riconosciuto come uno dei principali attori nel mercato italiano.

Figura 7: Linee di business di Equita Group S.p.a. [Fonte: Equita Group S.p.a.]



Tra le linee di business di Equita Group S.p.a. compare quella legata alle attività di sales & trading. La società, infatti, conduce operazioni in qualità di broker sui mercati, gestendo relazioni con più di 400 clienti istituzionali e oltre 80 clienti di natura bancaria raccogliendo con un network

⁷³ <https://www.equita.eu>

di circa 5.000 filiali. Oltre al classico servizio di intermediazione per conto dei clienti su diverse tipologie di strumenti finanziari, la compagnia ha implementato anche il servizio di promozione dei contenuti della ricerca, fornendo analisi relative alle società già quotate e relative al collocamento di operazioni promosse dall'investment banking della società stessa. Dal 2018, inoltre, ha acquistato il ramo d'azienda di Nexi denominato retail hub, offrendosi come partner delle banche territoriali per le attività di intermediazione della loro clientela e per il listing di titoli di emittenti bancari. La società garantisce una copertura dei mercati molto estesa, potendo contare sulle opportunità derivanti dai mercati nord-americano, europeo, australiano e nipponico.⁷⁴

Altra attività portante del business della società è quella legata all'investment banking, ramo di azione originario della società, in grado di consolidare nel tempo una posizione dominante di riferimento sul mercato italiano. Il team che guida tale sezione è in grado di offrire una gamma di diversi prodotti ad una platea di clienti diversificata che annovera imprese, clienti istituzionali e investitori. I servizi vertono sulla raccolta di risorse equity tramite la sezione equity capital markets, oltre che di raccolta personalizzata di risorse finanziarie di debito, ricorrendo al mercato bancario e a collocamenti sui mercati dei capitali. Inoltre, la divisione si occupa anche di M&A nei confronti di clienti corporate e alle financial institutions. Da ultimo, la sezione di investment banking fornisce servizi relativi al corporate broking, supportando gli emittenti quotati nell'identificazione degli investitori potenziali ed esistenti, con l'obiettivo di aumentare la visibilità sul mercato e la liquidità del titolo, offrendo inoltre l'attività di Operatore Specialista o Specialist.⁷⁵

Nel business model di Equita Group S.p.a. ricopre un ruolo fondamentale anche il team di proprietary trading, impegnato ad operare attività di trading in conto proprio o in qualità di intermediario. La società si concentra su due tipologie principale di operazioni quali quelle di client-driven e market-making, che generalmente sono operazioni in conto proprio per l'esecuzione delle quali i titoli transitano attraverso il book di Equita per poi essere ceduti. Le prime possono essere identificate come operazioni in contropartita diretta di ordini di clienti, il cui saldo contabile del book di Equita a fine giornata è nullo. Le seconde, invece, riguardano attività con cui la società si impegna a fornire liquidità al mercato in bid-ask o solo bid. All'interno del team inoltre si sviluppano le attività rivolte all'intermediazione in conto proprio di titoli di debito, impegnandosi a coprire l'intera value chain dal mercato primario, al secondario per giungere al market making.⁷⁶

⁷⁴ <https://www.equita.eu>

⁷⁵ <https://www.equita.eu>

⁷⁶ <https://www.equita.eu>

Tra i professionisti a disposizione della società rientrano poi quelli che costituiscono il team di alternative asset management, tramite il quale Equita svolge l'attività di gestione in delega a cui vengono affiancate nuove iniziative finalizzate a cogliere le opportunità di crescita. Tale gestione può riguardare diverse aree tematiche come quella del portfolio management, l'area dedicata al private debt, nata con lo scopo di gestire un fondo chiuso di private debt al fine di stimolare l'accesso al credito delle PMI italiane attraverso canali di finanziamento complementari a quello bancario, ed infine l'area rivolta alla creazione di opportunità di investimento in capitale privato che dal 2017 si avvale anche dello strumento della SPAC per perseguire business combination con società caratterizzate da buon potenziale di crescita ed in cerca di finanziamenti derivanti da capitale di rischio.⁷⁷

Tutte le aree di business che caratterizzano l'operato di Equita Group S.p.a. sono sostenute e accompagnate dal lavoro aggiuntivo del team di ricerca. Questo svolge una funzione di analisi relativa ai vari ambiti di azione della società, coprendo un numero significativo di società italiane rappresentative di circa il 96% della capitalizzazione totale del mercato nazionale, oltre che relativa a titoli internazionali selezionati in base a temi di investimento ricorrenti e attraenti per gli investitori. Il tutto mantenendo un focus specifico sulle piccole e medie imprese.⁷⁸

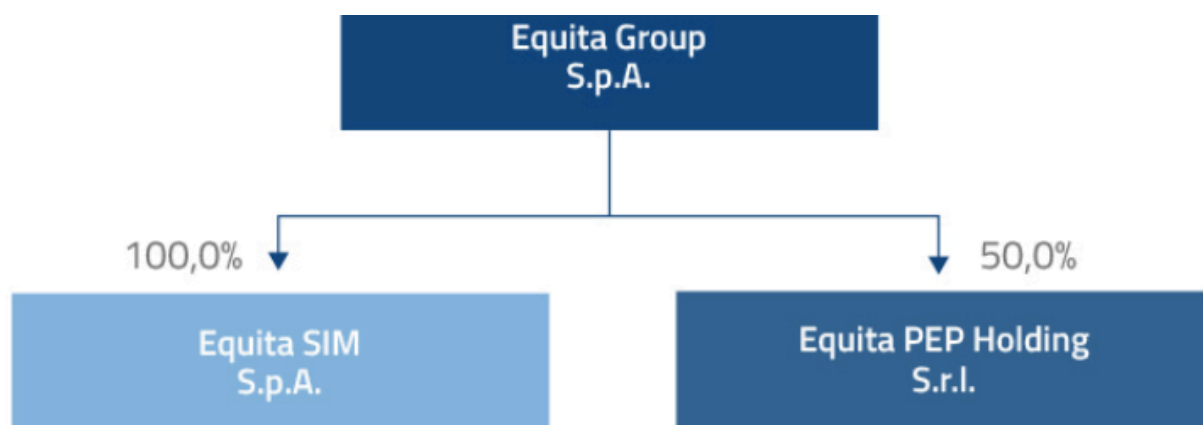
3.3 Struttura proprietaria e corporate governance

La società Equita Group S.p.a., costituita il 18 settembre 2015, è l'entità giuridica societaria tramite la quale il management è riuscito a riorganizzare l'assetto di controllo e di governo societario di Equita. Dopo la costituzione della capogruppo, si è proceduto all'acquisizione di Equita SIM S.p.a., società a cui sono legate le origini di Equita e fondamentale per l'operatività del gruppo, che assomma in sé le funzioni principali di investment banking e di proprietary trading. La procedura è stata portata a termine in due tranche il 1 luglio 2017 con la sottoscrizione integrale del capitale sociale della stessa da parte di Equita Group S.p.a., diventandone socio unico. A completamento dell'assetto societario di gruppo è intervenuta la creazione di una joint-venture paritetica tra Equita Group S.p.a. e Private Equity Partners S.p.a. avvenuta nel 2017 ed avente il nome di Equita PEP Holding S.r.l. Tale unione strategica è stata prevista dal management per ampliare la competitività e la presenza del gruppo nell'ambito dell'alternative asset management di Equita, ora in possesso del 50% del capitale sociale della joint-venture.

⁷⁷ <https://www.equita.eu>

⁷⁸ <https://www.equita.eu>

Figura 8: Struttura attuale del Gruppo Equita [Fonte: Equita Droup S.p.a.]



Per quanto riguarda la capogruppo, questa risulta possedere un capitale sociale interamente sottoscritto e versato pari a 11.376.344,50 euro suddiviso in 50 milioni di azioni ordinarie prive di valore nominale. Di queste, nonostante non sia previsto alcun meccanismo di partecipazione azionaria dei dipendenti, il 54,3% è posseduto dal management e da collaboratori, il 9,1% è posseduto, invece, dalla società sotto forma di azioni proprie, il 5,0% da Fenera Holding, mentre il restante 31,6% delle azioni ha costituito il flottante in occasione delle quotazioni azionarie, prima su AIM Italia e poi presso MTA segmento STAR avvenuta il 23 ottobre 2018.⁷⁹

Il sistema di corporate governance di Equita Group S.p.a. è configurato secondo uno schema di amministrazione e controllo tradizionale e per ciò si caratterizza per la presenza di determinati organi societari quali:⁸⁰

- **Assemblea degli Azionisti:** competente a deliberare sulle materie riservate ad essa dalla legge e dallo statuto. Compito della stessa è, inoltre, nominare un Consiglio di Amministrazione, una Società di revisione legale dei conti indipendente e un Collegio Sindacale.
- **Consiglio di Amministrazione:** è incaricato di provvedere alla gestione dell'impresa sociale. Ai sensi dello statuto questo deve essere composto da un minimo di 7 ad un massimo di 11 membri, in possesso di requisiti di eleggibilità, professionalità e onorabilità, oltre che di indipendenza, garantita dalla presenza di almeno 2 amministratori indipendenti in caso di consiglio composto da 7 o 8 membri e da almeno

⁷⁹ Equita Group S.p.a., “Relazione sul governo societario e gli aspetti proprietari di Equita Group S.p.a. redatta ai sensi dell’Art.123-BIS del D.Lgs 24 febbraio 1998, n.58 Esercizio 2018”, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 13 marzo 2019, p.7, < <https://www.equita.eu>>

⁸⁰ Equita Group S.p.a., “Relazione sul governo societario e gli aspetti proprietari di Equita Group S.p.a. redatta ai sensi dell’Art.123-BIS del D.Lgs 24 febbraio 1998, n.58 Esercizio 2018”, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 13 marzo 2019, pp. 7-45, < <https://www.equita.eu>>

3 indipendenti nel caso si tratti di un consiglio composto da 9 sino a 11 membri. All'interno del CdA sono presenti ed operativi dei comitati quali quello relativo a controllo e rischi, remunerazione e parti correlate (OPC).

- Società di revisione legale dei conti: è nominata dagli Azionisti della società ed è indipendente dalle gerarchie societarie.
- Collegio sindacale: è nominato dall'Assemblea degli Azionisti ed ha il compito di vigilare sull'operato degli amministratori e sul persistere dei prerequisiti ad essi imposti. Il Collegio è costituito da 3 sindaci effettivi e 2 supplenti in carica per tre esercizi rieleggibili. I componenti del Collegio Sindacale devono essere in possesso dei prerequisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza e relativi al limite di cumulo degli incarichi.

3.4 Processo di quotazione su AIM Italia

Nei piani strategici del gruppo vi era l'intento di intraprendere un percorso di avvicinamento ai mercati azionari in modo da poter raccogliere del capitale di rischio che rendesse capace la società di sfruttare rinnovate possibilità di investimento in un'ottica di crescita della stessa. Sin da subito l'attenzione e la volontà degli azionisti, coadiuvati dal parere degli organi di governo di Equita Group S.p.a., si sono rivolte verso il mercato alternativo del capitale AIM Italia. Sperando nella buona e profittevole riuscita del progetto, l'intenzione fu sin dall'inizio quella di sfruttare tale esperienza come mezzo preparatorio per un successivo approdo della società presso il segmento STAR del mercato MTA.

Per quanto riguarda il processo di ammissione al AIM Italia, questo è stato approvato tramite delibera del Consiglio di Amministrazione il 4 ottobre 2017, prevedendo contestualmente una riorganizzazione societaria utile a sostenere e facilitare il processo di quotazione iniziato, tramite la creazione di una funzione apposita relativa alla "Pianificazione e Investor Relations"⁸¹.

La società è stata assistita, nel corso del proprio processo di ammissione ad AIM Italia, da diversi consulenti richiesti dai regolamenti del mercato stesso. Uno dei ruoli di maggiore rilevanza interessati nel processo è quello del Nominated Advisor, questo è stato ricoperto da Mediobanca-Banca di Credito Finanziario S.p.a. la stessa ha inoltre assunto la funzione di Global Coordinator e Specialist. La società Equita SIM S.p.a. ha assunto, invece, il ruolo di Co-Lead Manager, mentre KPMG S.p.a. si è occupata della revisione legale dei conti.

⁸¹ Equita Group S.p.a., "Equita Group annuncia l'avvio del progetto di quotazione in Borsa", comunicato stampa, 5 ottobre 2017, Milano, p.2, < <https://www.equita.eu> >

L'offerta iniziale ha riguardato esclusivamente lo strumento finanziario delle azioni ordinarie della società proveniente dall'aumento di capitale oltre che da quelle in vendita, in ogni caso, con modalità tali da configurare l'inapplicabilità delle disposizioni in materia di offerte al pubblico di strumenti finanziari previsti dagli Artt. 100 del TUF e 34-ter del Regolamento Emittenti e di conseguente pubblicazione di un prospetto informativo sotto la supervisione di CONSOB.⁸²

L'offerta descritta si sostanzia di numero 7.697.446 azioni ordinarie in vendita offerte dagli azionisti venditori, pari al 25% delle azioni totali dagli stessi detenuti, in aggiunta alla vendita delle azioni proprie della società di numero 3.300.000, alle quali si aggiungono numero 4.587.815 azioni di nuova emissione per un ammontare totale di azioni ordinarie offerte alla vendita pari a numero 15.585.261.⁸³

L'intervallo di valorizzazione calcolato e indicato dalla società per le azioni ordinarie offerte nell'ambito dell'IPO è stato fissato tra 2,40 euro e 3,10 euro per azione.⁸³ D'altra parte, a seguito del collocamento riservato a investitori qualificati italiani e professionali esteri delle azioni ordinarie in offerta, durante il quale sono pervenute richieste per numero 38.100.000 di azioni da parte di 81 investitori per circa i due terzi di nazionalità italiana, il prezzo di offerta è stato fissato in 2,90 euro per azione.

In base a tale prezzo, la capitalizzazione delle azioni ordinarie, uniche ammesse alle negoziazioni su AIM Italia, ammonta a 106.300.000 euro. Il ricavato complessivo derivante dal collocamento, dunque, è stato pari a 45.200.000 euro di cui 22.900.000 euro a favore della società, mentre i restanti 22.300.000 euro a favore degli azionisti venditori.⁸⁴

3.5 Percorso evolutivo e di espansione: da AIM Italia a MTA Star

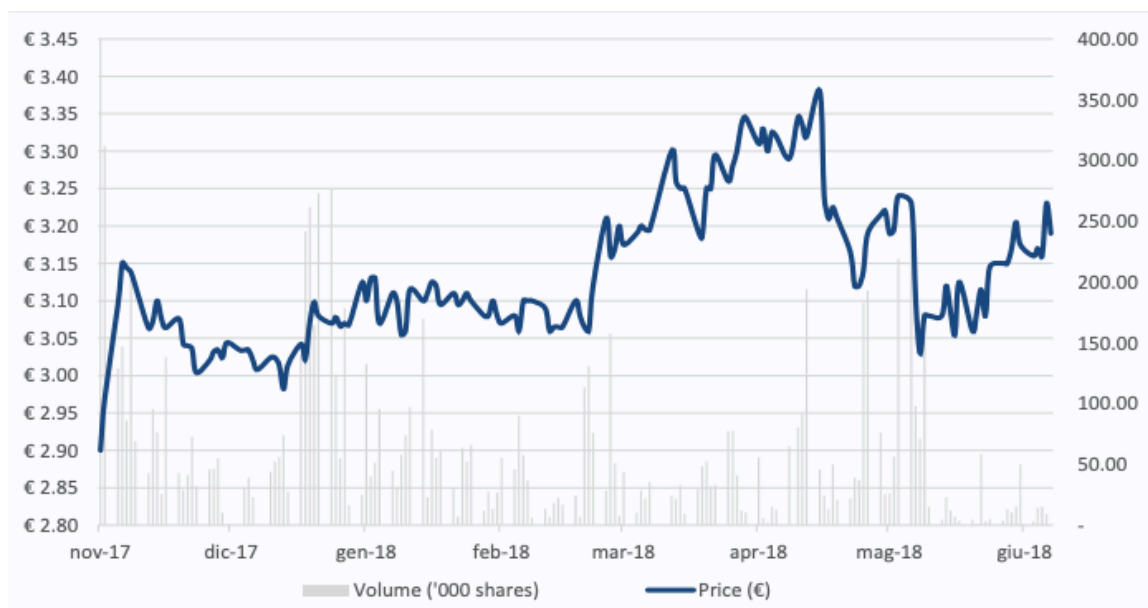
Dopo l'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia il titolo della società ha sempre riscontrato sul mercato un notevole successo. Lo stesso, infatti, è sempre stato scambiato per importi superiori al prezzo di offerta, chiudendo le negoziazioni in data 29 giugno 2018 con un prezzo ufficiale di 3,22 euro, determinando così una valorizzazione di mercato pari a circa 161.000.000 euro.

⁸² Equita Group S.p.a., "Documento di Ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., di azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.", Milano, 21 novembre 2017, p. 148, < www.equita.eu >

⁸³ Equita Group S.p.a., "Il CDA approva la struttura e il range di prezzo del'IPO", comunicato stampa, Milano, 10 novembre 2017, < www.equita.eu >

⁸⁴ Equita Group S.p.a., "Ammissione alle negoziazioni su AIM Italia / Mercato Alternativo del Capitale", comunicato stampa, Milano, 21 novembre 2017, < www.equita.eu >

Figura 9: Andamento del titolo Equita dal 23/11/2017 al 30/06/2018 [Fonte: Equita Group S.p.a.]



Durante il primo semestre 2018, dunque, il titolo della società ha fatto registrare importanti traguardi su AIM Italia; in termini di Total Return ad esempio ha riportato una performance del 13,6%, avendo ottenuto valorizzazioni del 18,4% superiori al prezzo di quotazione. Sotto tale punto di vista si può notare come il mercato AIM Italia abbia ottenuto risultati migliori dei principali indici di riferimento quale FTSE STAR e FTSE MIB che hanno fatto registrare rispettivamente un Total Return pari a 2,6% e 1,1%. Anche in termini di liquidità del titolo si sono registrati, nello stesso periodo di analisi, dei flussi interessanti pari a circa 53.000 pezzi scambiati al giorno.⁸⁵

Una simile risposta da parte del mercato ha avuto inoltre riscontro empirico nei conti della società, riuscita ad intraprendere un continuo trend di crescita testimoniato dall'evoluzione delle principali voci di bilancio. Dall'analisi del conto economico consolidato relativo all'esercizio 2018, ad esempio, si può evincere un generale aumento dei ricavi maggiore di quello dei costi, rispettivamente del 47% e del 42% su base annua, ma soprattutto risulta chiarificatrice la dinamica dell'utile netto passato da 4.525.000 euro nel 2017 a 7.562.000 euro nel 2018, facendo registrare un incremento pari al 67%.⁸⁶

La concomitanza di tali tendenze di mercato e interne alla società hanno reso possibile il progetto iniziale del management di Equita Group S.p.a. ovvero quello di sfruttare il mercato AIM Italia, come banco di prova e di acclimatemento per poi approdare presso il Mercato Telematico

⁸⁵ Equita Group S.p.a., "Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata 2018", p.20, < www.equita.ue >

⁸⁶ Equita Group S.p.a., "Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata 2018", p.19, < www.equita.ue >

Azionario segmento STAR. Tale segmento è stato configurato dal gestore per inglobare titoli ad alti requisiti, risultando dunque dedicato a piccole e medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40.000.000 euro e 1.000.000.000 euro, che hanno requisiti di eccellenza; tali imprese, dunque si impegnano a rispettare particolari adempimenti in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance.⁸⁷

Il percorso di crescita della società sui mercati di capitale, dunque, raggiunge il proprio apice con l'ammissione della stessa alle negoziazioni presso MTA-STAR, contestualmente all'esclusione delle azioni della società dalle negoziazioni sull'AIM Italia il giorno 23 ottobre 2018. Ai fini dell'ammissione si è rilevato necessario un processo ben più impegnativo rispetto a quello avvenuto in precedenza per il mercato AIM Italia. In questa fattispecie, infatti, Equita ha dovuto redigere e presentare un prospetto informativo presso CONSOB, chiamata a giudicarne la compliance alle normative. Durante il processo, inoltre, Borsa Italiana S.p.a. ha richiesto l'individuazione della figura dello Specialista, che la società ha conferito a Mediobanca-Banca di Credito Finanziario S.p.a., impegnatasi a sostenere la liquidità delle azioni mediante lo svolgimento dell'attività di negoziazione in conto proprio nel rispetto di dettami informativi, di sicurezza e mediazione.⁸⁸

L'oggetto della quotazione è stato identificato esclusivamente in azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale della società, queste ammontano a numero 50.000.000 di azioni, precedentemente emesse dalla società e già a disposizione degli aventi diritto.⁸⁹ Infatti, non sono state previste in prossimità della quotazione operazioni di vendita, sottoscrizione o di collocamento privato di strumenti finanziari della stessa categoria di quelli oggetto di ammissione a negoziazione, né la creazione di altre classi di strumenti finanziari per il collocamento pubblico o privato.⁹⁰

Il percorso inizialmente previsto dal management per volontà dell'azionariato di Equita si è dunque concluso con l'ammissione della stessa alle negoziazioni presso il segmento STAR del Mercato Telematico Azionario. Nonostante il breve lasso temporale intercorso dall'effettiva quotazione della società si possono intravedere le ripercussioni sulla stessa derivanti dall'operazione. Nei primi tre mesi del 2019 il titolo Equita ha fatto registrare una performance

⁸⁷ <<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercato-mta.htm>>

⁸⁸ Equita Group S.p.a., "Prospetto relativo all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., segmento STAR, delle azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.", Milano, 18 ottobre 2018, pp. 608-609, < www.equita.ue>

⁸⁹ Equita Group S.p.a., "Prospetto relativo all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., segmento STAR, delle azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.", Milano, 18 ottobre 2018, p.589, < www.equita.ue>

⁹⁰ Equita Group S.p.a., "Prospetto relativo all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., segmento STAR, delle azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.", Milano, 18 ottobre 2018, p. 608, < www.equita.ue>

negativa del - 3,2%, caratterizzata da un prezzo di chiusura al 29 marzo dello stesso anno di euro 3,135, in grado di determinare una capitalizzazione di mercato pari a circa euro 142.500.000, e da un volume di scambio pari a circa 39.000 pezzi al giorno.⁹¹

Un simile risultato su base trimestrale è indubbiamente da contestualizzare all'interno di un periodo ambivalente per l'intero settore finanziario; si sono registrati corsi di borsa in forte crescita accompagnati da una ridotta volatilità e da uno stallo del mercato primario, vivacizzato da sole 6 IPO con controvalore non rilevante.⁹² Al netto dell'andamento del titolo le principali ripercussioni sulla società sono da individuarsi nel rinnovato e accresciuto appeal che la partecipazione al segmento STAR le ha riconosciuto sui mercati nazionali ed esteri. Gli stringenti criteri di ammissione a questo, infatti, sono garanzia della qualità e della solidità della società; proprio sotto il punto di vista patrimoniale Equita Group S.p.a. conferma il possesso di solide basi, testimoniate tra gli altri da indici quali il Return on Tangible Equity pari al 14,6%, ad un Return on Equity risultato pari al 11,6% ed un Total Capital Ratio ampiamente al di sopra dei limiti prudenziali registrato al 23,49%.⁹³

Tra le migliorie apportate dal processo di quotazione, inoltre, compaiono delle rilevanti novità nell'assetto proprietario. Inizialmente questo era caratterizzato da una forte concentrazione dell'azionariato che vedeva preponderante al proprio interno la quota di capitale sociale sottoscritta dal management della società (82% del capitale sociale), mentre la restante quota azionaria era costituita da azioni proprie della società. Alla conclusione dell'intero processo di quotazione sui mercati di capitale, terminata con l'ammissione presso il segmento STAR, invece, la compagine azionaria è risultata fortemente modificata e caratterizzata da un assetto maggiormente diffuso.

Rispetto agli equilibri pre-quotazione, infatti, si è registrata una diminuzione pari al 27,7% nella partecipazione al capitale sociale detenuta dal management della società, tale diminuzione è stata interamente veicolata alla costituzione dell'offerta pubblica sul mercato MTA, rappresentandone circa i tre quarti, per un ammontare complessivo del flottante pari al 36,6% del totale delle azioni di Equita Group S.p.a.

Oltre alla raccolta di nuovo capitale di rischio, tanto ovvia quanto imprescindibile conseguenza dell'ammissione dell'impresa alle negoziazioni sui mercati, un ulteriore fattore positivo, implicato dalla quotazione, è relativo al rating societario. Prima dell'ammissione su AIM Italia, infatti,

⁹¹ Equita Group S.p.a., "Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2019", p 13, <www.equita.eu>

⁹² Equita Group S.p.a., "Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2019", p 5, <www.equita.eu>

⁹³ Equita Group S.p.a., "Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2019", p 12, <www.equita.eu>

Equita Group S.p.a. non aveva mai sollecitato, né era stata in altro modo soggetta, a valutazioni di rating da parte di soggetti esterni.⁹⁴

D'altra parte, grazie alla quotazione è stato possibile attribuire un valore oggettivo alla società, rendendone misurabili le performance sul mercato e potendo godere, presso gli investitori, della credibilità derivante dal rispetto degli stringenti requisiti patrimoniali ed informativi previsti ai fini della quotazione stessa.

⁹⁴ Equita Group S.p.a., “Prospetto relativo all’ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., segmento STAR, delle azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.”, Milano, 18 ottobre 2018, p.298, < www.equita.ue>

Il tema della competitività delle piccole e medie imprese è ad oggi uno dei più attuali e stimolanti nello scacchiere economico. Nel corso degli ultimi decenni più che mai nel corso dell'intera storia economica mondiale, infatti, si ha assistito ad una veloce e radicale evoluzione dei pattern determinanti la crescita economica, ora guidata da spinte alla globalizzazione e alla competitività.

In un simile contesto gli agenti più esposti ai rischi, implicati da tali cambiamenti, sono tutte le realtà che, per diversi motivi, risultano essere avulse da simili logiche. Questo è il caso delle piccole e medie imprese italiane impossibilitate, spesso, a poter esprimere tutto il proprio potenziale sui mercati internazionali a causa di alcune condizioni impari che sono costrette a fronteggiare.

Tra queste, indubbiamente, la principale riguarda l'accesso al credito. Nel contesto italiano, infatti, le piccole e medie imprese esperiscono un potente vincolo al reperimento di finanziamenti a causa della forte dipendenza delle stesse dal canale di approvvigionamento di capitale bancario.

D'altra parte, l'elaborato ha tentato di dimostrare come una via alternativa esista e sia stata già intrapresa con successo da diverse società. Tramite la quotazione presso il AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, infatti, l'analisi ha evidenziato come siano stati ovviati alcuni dei principali problemi che affliggevano le piccole e medie imprese italiane.

Grazie all'esame del caso di studio relativo al processo di quotazione di Equita Group S.p.a., si è potuto osservare, ad esempio, come questa sia stata in grado di intraprendere in brevissimo tempo un notevole processo di crescita. Ciò la ha portata, nel giro di un anno, prima all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia ed infine all'approdo presso il segmento STAR del Mercato Telematico Azionario, rinomato per gli stringenti requisiti di accesso e di mantenimento richiesto alle società quotate.

La vicinanza temporale del processo stesso alla data di analisi ha determinato la mancanza di corpose serie storiche di dati contabili da poter analizzare, per poter esprimere dei giudizi più certi sull'effettivo successo del percorso di crescita iniziato dalla società. D'altra parte, la dissertazione ha comunque cercato di supportare i propri intendimenti iniziali, essendosi posta con approccio critico nell'individuazione e nell'analisi delle principali peculiarità e potenzialità dell'AIM Italia, considerato il principale, sebbene non l'unico, strumento in grado di rilanciare le possibilità di crescita delle piccole e medie imprese nazionali, tramite l'apertura delle stesse a nuove forme di finanziamento.

Nell'economia del percorso intrapreso da Equita Group S.p.a., infatti, il ruolo ricoperto dall'AIM Italia è stato di rilevanza fondamentale; questo ha garantito alla società una progressiva e non traumatica fase di acclimatamento nei confronti dei mercati di capitale, permettendole di raggiungere, inoltre, una più adeguata struttura azionaria e di governance, utili a sfruttare, nel modo più efficiente possibile, le nuove risorse ottenute sotto forma di capitale di rischio raccolto in fase di negoziazione.

- Agenzia delle Entrate, Circolare n.3/E del 26 febbraio 2018, relativa a “Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)”
- Albricci P.P., “Nel 2018 si dimezzeranno i costi fissi per la quotazione delle pmi”, MilanoFinanza, 10/01/2018, <https://www.milanofinanza.it>
- Balda F, Castelli C, Romano G, Sambin N, Sampoli L e Schivardi F., “Rapporto Cerved PMI 2016”, Cerved Group S.p.a. <<https://know.cerved.com>>
- Becattini G., “Riflessioni sul distretto industriale marshalliano come concetto socio-economico”, Stato e Mercato, n. 25, 1989, pp. 111-128.
- Bertini U., “Il Sistema d’azienda. Schema d’analisi”, Giappichelli, Torino, 1990,
- Bianchi F., “Come le PMI possono quotarsi in borsa nell’AIM”, PMI, volume 17, fascicolo 2, 2011
- Borsa Italiana S.p.a., “AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Emittenti”, 01/03/2012, pp. 5-40, <https://www.borsaitaliana.it>
- Borsa Italiana S.p.a., “AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Emittenti”, 01/03/2012, p. 5, <https://www.borsaitaliana.it>
- Borsa Italiana S.p.a., “AIM Italia/ Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Nominated Adviser”, 01/03/2012, p. 4, <https://www.borsaitaliana.it>
- Borsa Italiana S.p.a., “Il mercato per fare impresa, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale”, p.4, <<https://www.borsaitaliana.it>>
- Borsa Italiana S.p.a., “L’integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo”, comunicato stampa, 23/06/2007, <<https://www.borsaitaliana.it>>
- Borsa Italiana S.p.a., “La Privatizzazione della Borsa e il nuovo Quadro normativo”, <<https://www.borsaitaliana.it>>
- Borsa Italiana S.p.a., “Mercato MTA ed Expandi”, comunicato stampa, 18/06/2009, <<https://www.borsaitaliana.it>>
- Borsa Italiana S.p.a., “Nasce AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale”, comunicato stampa, 25/01/2012, <https://www.borsaitaliana.it>
- Borsa Italiana S.p.a., “Nasce il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)”, comunicato stampa, 4/12/2006, <<https://www.borsaitaliana.it>>
- Borsa Italiana S.p.a., “Quotarsi in Borsa la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana”, pp. 4-8, <<https://www.borsaitaliana.it>>

- Bozzolan S., Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, 2012, <<http://www.treccani.it>>
- Braeley R.A., Myers C.F., Allen F., Sandri S., “Principi di Finanza Aziendale”, McGraw-Hill Education, 7ed, 2015
- Costa S., Costagli S., “I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito”, Politiche pubbliche, sviluppo e crescita XVI conferenza della Società italiana di economia pubblica, 7-8 ottobre 2004, Università di Pavia
- CRIF Ratings, “Special report – struttura finanziaria delle PMI italiane”, 15/12/2016, p.1, <<https://www.crifratings.com>>
- Dagnino F. e Biglia A., “il fenomeno delle SPAC in Italia”, Il Sole24Ore, 19/03/2019, <<https://www.ilsole24ore.com>>
- Decreto legislativo, n.415 del 23 luglio 1996, in recepimento della Direttiva Europea Servizi di Investimento (93/22 Cee).
- Dell’Acqua A., Etro L.L., Teti E., Murri M, “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 03, n.03, Giugno 2015
- Della Valle I., “Con i vecchi Pir finora pochi capitali all’economia reale”, Il Sole 24 Ore, 16/01/2019, <<https://www.ilsole24ore.com>>
- Equita Group S.p.a., “Documento di Ammissione relativo all’ammissione alle negoziazioni su AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., di azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.”, Milano, 21 novembre 2017, p. 148, <www.equita.eu>
- Equita Group S.p.a., “Equita Group annuncia l’avvio del progetto di quotazione in Borsa”, comunicato stampa, Milano, 5 ottobre 2017, p.2, <<https://www.equita.eu>>
- Equita Group S.p.a., “Il CDA approva la struttura e il range di prezzo del’IPO”, comunicato stampa, Milano, 10 novembre 2017, <www.equita.eu>
- Equita Group S.p.a., “Prospetto relativo all’ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., segmento STAR, delle azioni ordinarie di Equita Group S.p.a.”, Milano, 18 ottobre 2018, p. 608, <www.equita.eu>
- Equita Group S.p.a., “Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata 2018”, <www.equita.eu>
- Equita Group S.p.a., “Relazione sul governo societario e gli aspetti proprietari di Equita Group S.p.a. redatta ai sensi dell’Art.123-BIS del D.Lgs 24 febbraio 1998, n.58 Esercizio

2018”, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 13 marzo 2019, <<http://www.equita.ue>>

- Equita Group S.p.a., “Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2019”, <www.equita.eu>
- Ernst & Young, “Megatrends 2015: Making sense of a world in motion”, 2015, <<https://www.ey.com>>
- ISTAT, “I distretti industriali”, comunicato stampa, 24/02/2015
- Legge del 11 dicembre 2016, n.232 in materia di “Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019”
- Legge del 2 gennaio 1991 n.1 in materia di “Disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari”.
- Legge del 27 dicembre 2017, n. 205 in materia di “Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020”
- London Stock Exchange, “A Guide to AIM”, 2015, pp. 5-6, <<https://www.londonstockexchange.com>>
- Modigliani F. e Miller M.H., “Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction”, The American Economic Review, Vol. 53, n.3, Jun 1963, pp. 433-443.
- Modigliani F. e Miller M.H., “The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, The American Economic Review, Vol. 48, n.3, Jun 1958, pp. 261-297
- Myers, S. C., “The Capital Structure Puzzle.” Journal of Finance, n.39, 1984, pp. 581-582.
- Onida P., “Economia d’azienda”, UTET, Torino, 1971
- Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (Testo rilevante ai fini del SEE) [notificata con il numero C(2003) 1422], < <http://data.europa.eu/eli/reco/2003/361/oj>>
- Redazione de Il Giornale delle PMI, “Come battere la bassa produttività dell’azienda Italiana”, Il Giornale delle PMI, 28/06/2017, Milano, <<http://www.giornaledellepmi.it>>
- Scheda informativa SBA-Italia-2014”, Ref. Ares(2015)715923 - 19/02/2015
- Scholtens B., “Bank and Market-oriented Financial Systems: Fact or Fiction?”, BNL Quarterly Review, Vol 50, n.202, September 1997
- Ufficio stampa Unimpresa, “Banche: Unimpresa, prestiti aziende crollati di 40 miliardi in ultimi 12 mesi”, comunicato stampa, 20 Ottobre 2018
- Venturini F., “Perché le piccole e medie aziende che si quotano in borsa sono tanto aumentate”, Agenzia Giornalistica Italiana, 2/04/2018, <<https://www.agi.it>>