



Dipartimento di Impresa e Management

*Cattedra:
Finanza Aziendale*

**IL FINANZIAMENTO DELLE PMI TRAMITE IL RICORSO AI MERCATI FINANZIARI:
la quotazione all'AIM come mezzo di provvista e strumento di crescita**

RELATORE

Prof. Raffaele Oriani

CANDIDATO:
Francesco Lepore

Matricola: 224481

Anno Accademico
2019/2020

INDICE GENERALE

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1: LE PMI NELL'ECONOMIA ITALIANA	
1.1 Introduzione.....	6
1.2 la definizione di PMI.....	6
1.3 le piccole-medie imprese all'interno dell'economia italiana.....	8
CAPITOLO 2: Il processo di finanziamento della PMI: vincoli e peculiarità	
2.1 Introduzione.....	12
2.2 il fabbisogno e la struttura finanziaria dell'impresa.....	12
2.3 la gestione delle PMI: caratteri distintivi.....	15
2.4 La relazione tra crescita dell'azienda e fabbisogno finanziario: quanto e come incide la dimensione dell'impresa nella struttura finanziaria.....	20
2.5 Le fonti di finanziamento delle PMI: vincoli, esigenze e criticità.....	23
CAPITOLO 3: le PMI nel mercato finanziario; i mercati e gli strumenti dedicati: AIM Italia	
3.1 Introduzione.....	26
3.2 Premessa ai mercati alternativi per le PMI.....	26
3.3 Il Mercato Alternativo del Capitale: MAC Italia.....	29
3.4 segmento STAR: il mercato per le PMI ad alto rendimento; requisiti e benefici.....	35
3.5 AIM Italia.....	39
3.6 I vantaggi associati alla quotazione su AIM Italia.....	47
3.7 I limiti della quotazione su AIM Italia.....	53

3.8 Il processo di quotazione su AIM: IPO, fasi e requisiti.....	57
3.9 l'impresa target: IR Top consulting individua le caratteristiche di un'impresa quotabile con buon esito.....	61

**CAPITOLO 4: l'IPO su AIM Italia: uno strumento di finanziamento e sviluppo;
l'esempio di Cyberoo nell'operazione di aumento di capitale**

4.1 Introduzione.....	65
4.2 Un esempio pratico: la quotazione di Cyberoo.....	65
4.3 Composizione dell'offerta dell'impresa al mercato AIM.....	70
4.4 La struttura finanziaria dell'impresa prima e dopo l'Initial Public Offer; risultati dell'operazione.....	71
Conclusione.....	76
Bibliografia.....	78

Introduzione

Il presente elaborato ha l'obiettivo di analizzare la PMI, con particolare attenzione rivolta al processo di finanziamento, con cui l'impresa si dota delle risorse necessaria alla realizzazione dell'attività produttiva. L'importanza della trattazione è insita nell'importanza dell'oggetto della tesi, quale la piccola e media impresa: si tratta di un agente della nostra società economica estremamente centrale, troppo importante. Al benessere della PMI è parallelamente correlato il benessere della nostra vita economica, con particolare riguardo alla classe imprenditoriale italiana, e a tutti gli attori socio-economici legati al giro d'affari che muove intorno all'universo della PMI. Il benessere, per un'impresa, coincide con il profitto, ed è questo infatti l'obiettivo che ogni PMI italiana si prefissa di raggiungere; tuttavia, le condizioni di mercato non agevolano il raggiungimento di quest'obiettivo, al contrario, lo ostacolano. Il "guadagno" dall'esercizio dell'impresa, in estrema semplificazione, passa da due elementi soltanto, quali i ricavi e i costi: in entrambe le voci, grande influenza ricopre il ruolo del finanziamento, attraverso cui l'impresa si dota delle risorse necessarie, affinché l'attività produttiva possa essere realizzata. Il finanziamento incide, dunque, sui ricavi, in quanto questi sono realizzati in funzione della dimensione, oltre che dalla qualità, dei progetti d'investimento implementati, finanziabili esclusivamente attraverso il capitale; la raccolta di risorse risulta come il primo passo verso la generazione delle entrate. Al contempo al processo di finanziamento sono, ancor più direttamente, associati i costi: l'onerosità del processo va ad incidere sul margine su cui il management dell'impresa può lavorare al fine di ottenere un profitto, attraverso l'implementazione dei business. L'obiettivo del lavoro qui presentato è quello di fornire una modesta panoramica di quello che sono le PMI in Italia, e del contesto economico in cui si trovano ad operare. Facendo particolare riferimento al processo di finanziamento, attraverso cui le imprese si dotano delle risorse finanziarie, si evidenzierà come si tratti di un'attività che risulta fondamentale nel lavoro degli imprenditori, ma che è fortemente dipendente dalle decisioni e dalle politiche degli intermediari finanziari, che detengono le unità di capitale in surplus da destinare ai soggetti che avrebbero possibilità di generare un profitto grazie alla loro attività

economica. Lo studio pone particolare attenzione sulle peculiarità del finanziamento della piccola e media impresa, fortemente condizionata dalla sua struttura e dalla sua limitata posizione di forza all'interno di questo processo. Dall'analisi del contesto di operatività delle PMI, è emerso come vi sia un'eccessiva dipendenza dal canale bancario, in termini di finanziamento esterno, che rende particolarmente importante la trattazione delle alternative di mercato in essere. Si procederà nel corso dell'elaborato all'analisi di alcuni mezzi di finanziamento alternativi al credito bancario, con particolare riguardo al ruolo che i mercati finanziari si trovano a ricoprire nell'economia odierna delle PMI, e alla loro importanza per permettere lo sviluppo delle imprese garantendone la crescita e l'internazionalizzazione. L'analisi verterà principalmente sul mercato AIM Italia, l'innovazione più recente e di successo introdotta da Borsa Italiana SPA, sulla base dell'analoga piattaforma AIM UK. Si cercherà di evidenziare l'importanza odierna di questa nuova forma di finanziamento, con particolare riguardo alle potenzialità della suddetta, grazie agli innumerevoli vantaggi insiti nel processo di quotazione. Le numerose esternalità positive ad AIM associate, fanno sì che questo nuovo mercato, possa apportare considerevoli vantaggi alle PMI che ne faranno riferimento: non solo mezzo di finanziamento, ma un mezzo di sviluppo e crescita, in grado di dare visibilità e caratura internazionale alle PMI quotate. L'elaborato verterà, in ultima parte, sull'evidenza empirica del mercato AIM, con particolare riguardo all'analisi del processo di IPO su AIM, e dei vantaggi correlati. Si darà, poi, voce all'Osservatorio ufficiale del mercato, uno degli attori principali del processo di quotazione, al fine di individuare un'impresa a cui l'offerta di AIM è rivolta con particolare riguardo, identificando i requisiti e i caratteri fondamentali di cui una PMI pretendente alla quotazione deve dotarsi. La tesi troverà conclusione nella presentazione di un caso pratico, tale una delle quotazioni più recenti e di successo che AIM possa vantare: l'impresa Cyberoo, protagonista del settore della sicurezza informatica, presenta un valido esempio che ci permette di fornire evidenza empirica al processo di quotazione, attraverso la presentazione delle varie fasi, requisiti, attori del processo, e risultati dell'operazione.

CAPITOLO 1: LE PMI NELL'ECONOMIA ITALIANA

1.1 Introduzione

Nel primo capitolo di questo elaborato si ha l'obiettivo di esaminare l'oggetto della nostra tesi, quale la piccola e media impresa. In particolare, l'analisi procede nella direzione della PMI italiana, andando a identificare gli elementi che la individuano, secondo la disciplina vigente. Alla valutazione dei caratteri formali, segue un'analisi del contesto di operatività odierno, in cui le PMI si trovano a realizzare la propria attività produttiva. In sede di questo studio, si cercano di evidenziare i tratti tipici dell'imprenditore e della PMI italiana, che ne condizionano i modi e i mezzi di azione.

1.2 la definizione di PMI

Con l'acronimo PMI si fa riferimento alla cosiddetta "piccola e media impresa", tanto diffusa e ricorrente all'interno del panorama industriale italiano. Tale viene definita un'entità che si caratterizzi da due tratti fondamentali che la rendono tale:

- il carattere di impresa, così come intesa, seppur non in maniera diretta, dal Codice civile, ovvero un'entità che presenti i caratteri di professionalità, economicità, organizzazione e scopo
- il carattere dimensionale di piccola o media impresa

La definizione dei requisiti dimensionali fa riferimento alla "Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE", risalente al 3 maggio 2003 ed entrata in vigore a partire da gennaio 2005. Anche la definizione della PMI in Italia è stata coinvolta dal processo di armonizzazione che ha riguardato il quadro normativo europeo, soprattutto in relazione alla regolamentazione economica, che ha avuto come obiettivo la creazione di un mercato unico, coerente e "sanamente competitivo".

Il criterio dimensionale prescelto per la determinazione dei requisiti di classificazione della PMI è il criterio degli occupati, unitamente a due criteri di matrice finanziaria, tali il fatturato annuo e il totale di bilancio: il criterio degli **occupati** si riferisce al numero di soggetti che lavorano presso l'impresa nel corso dell'anno, beneficiando di un corrispettivo finanziario¹; Il criterio del **fatturato annuo** risulta come un buon indicatore della dimensione economica dell'impresa e rappresentativo del volume di affari che questa intrattiene sul mercato. È il risultato dei ricavi al netto dei costi direttamente connessi al processo di vendita dei beni o servizi in questione. Il criterio del **totale di bilancio**, fa riferimento alla volontà di ricorrere ad un indicatore di tipo contabile.²

La norma in esame, attraverso la definizione di alcune soglie di riferimento, individua tre tipologie di imprese che sono riconosciute per le loro limitazioni dimensionali:

- La MICRO IMPRESA;
- La PICCOLA IMPRESA;
- LA MEDIA IMPRESA

Titolo: Criteri di classificazione PMI (i dati in riferimento a fatturato e bilancio sono espressi in milioni di Euro)

Criteri	Numero di Occupati (ULA)	Fatturato	Totale di bilancio
MICRO IMPRESA	<10	<2	<2
PICCOLA IMPRESA	<50	<10	<10
MEDIO IMPRESA	<250	<50	<43

Figura 1

¹ Il totale del numero degli occupati è classificato secondo un'apposita unità di misura: si parla di ULA (unità lavorative annue)

² Con riferimento al bilancio e al fatturato annuo considerati come determinanti della classificazione delle PMI come tale, si prendono in esami i suddetti risalente all'ultimo anno in cui sono stati approvati, prima della presentazione della domanda.

Un ultimo criterio di classificazione risiede nel requisito dell'indipendenza: è necessario per una PMI, per essere definita tale, che il suo capitale o i diritti di voto all'interno dell'assemblea dei soci (potere decisionale correlato) non siano detenuti per più del 25% da uno o più imprese che non possano essere definite come “piccole o medie imprese”³.

1.3 le piccole-medie imprese all'interno dell'economia italiana

Prima di entrare nel cuore dell'analisi della scelta dell'attività di finanziamento dell'impresa, e di come questa possa determinarne le sorti, è opportuno esaminare il quadro del tessuto imprenditoriale odierno, e di come questo si sia sviluppato.

L'apparato produttivo odierno presenta una composizione unica e fortemente rappresentativa della centralità delle PMI in Italia. Grazie al “Censimento permanente delle imprese”⁴, condotto dall'ISTAT tra maggio e ottobre 2019, si presenta un campione molto rilevante e rappresentativo del sistema produttivo nazionale: l'analisi ha coinvolto duecentottantamila imprese dotate di 3 o più ULA, che hanno la capacità di fotografare un contesto facente capo a poco più di un milione di imprese italiane (il 24% del totale), ma che in termini di ricchezza generata e occupazionali, occupano un ruolo molto più esteso e rilevante (rispettivamente l'84,4% del valore aggiunto nazionale e il 91,3% dei dipendenti).

³ Indicazione contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE

⁴ <https://www.istat.it/it/censimenti-permanenti/imprese>; il nuovo censimento condotto è promosso dall'ISTAT per garantire una maggiore quantità e qualità dell'informazione, nonostante si faccia capo ad un processo meno gravoso e oneroso in termini di risorse in essere.

*Figura 2, Titolo: “Distribuzione carattere dimensionale e territoriale imprese in Italia”;
rielaborazione dati Censimento permanente ISTAT, 2019*

Categoria	Numero addetti	Numero imprese	% sul totale
MICRO imprese	3-9	821mila	79,5
PICCOLE imprese	10-49	187mila	18,2
MEDIE imprese	50-249	21mila	2,03
GRANDI imprese	>250	3mila	0,27
NORD	-	542mila	52,6
CENTRO	-	220mila	21,4
SUD	-	268mila	26

Dai dati di cui sopra, si evidenzia una netta predominanza delle micro imprese, che rappresentano, dunque, il vero campione dell’impresa italiana. A seguire, per numerosità, troviamo le piccole imprese, le medie e per finire le grandi. La collocazione territoriale è piuttosto predominante nel Nord della Penisola, mentre si ha una distribuzione quasi equivalente tra il Centro e il Sud.

Si presenta una composizione del tessuto industriale unica, frutto di un’esperienza storico-economica tutta italiana, in cui le PMI sono nate, si sono sviluppate ed operano oggi. Il sistema economico odierno del nostro Paese è frutto di una storia e di uno sviluppo peculiare, che lo contraddistingue dal resto dei Paesi europei “maggiori”.

Le vicende economiche e le scelte politiche effettuate dal dopoguerra ai tempi recenti, hanno indebolito l’Italia rispetto alla competitività delle grandi imprese, mentre le PMI, grazie alla coesione familiare, alla propensione al risparmio, alla laboriosità degli imprenditori italiani, hanno resistito alle avverse condizioni di mercato. Le imprese italiane ad oggi sono assenti in

molti settori industriali (elettronica, chimica...) che si caratterizzano per tessuti produttivi molto ampi, con grande numero di dipendenti ed elevati fatturati; siamo, invece, un Paese fortemente competitivo nei settori di nicchia, nel cosiddetto “Made in Italy”, che richiedono capacità e competenze altamente specializzate ad elevato grado di flessibilità⁵. Emerge in maniera chiara come il buon andamento della nostra economia e il benessere sociale che ne deriva, sia fortemente dipendente dalla condizione delle PMI, che non a caso vengono spesso definite come “la spina dorsale dell’economia nazionale”. L’idea dell’impresa nasce dall’iniziativa e dal talento del singolo, che ha cercato e ritrovato un confronto con il mercato. Lo “spirito di imprenditorialità” del popolo italiano è innegabile ed evidente nella marcata propensione, rispetto ad altre popolazioni, all’avventura imprenditoriale e al commercio⁶. Un altro fattore che non possiamo ignorare è la presenza di una grande tradizione culturale del “gusto” che si riflette oggi sul mercato nel cosiddetto “made in Italy”; l’eleganza e il culto della bellezza tipici della cultura italiana hanno dato a imprese di numerosi settori un vantaggio competitivo che è la base per la creazione di un beneamato sovrapprezzo riscontrabile sul mercato: esempio lampante è il settore della moda, o anche quello turistico, che godono di stima e prestigio in tutto il mondo grazie alla loro storia e al loro merito. Non tutte le imprese, però, riescono ad avvalersi di tali vantaggi; anzi chi non ne gode, ne soffre risultando vittima del deficit italiano in termini di ingenti costi degli asset produttivi, della manodopera e della gravosità del sistema fiscale. Questi sono alcuni dei principali svantaggi della produttività del nostro sistema che, associati ad una ricorrente scarsa gestione manageriale, in termini di conoscenza degli strumenti e delle dinamiche di mercato, hanno messo in ginocchio un grande numero di PMI nell’ultimo ventennio. I tempi recenti sono stati, infatti, fortemente caratterizzati dall’avvento della globalizzazione con la conseguente apertura dei mercati, e dalla rapida “informatizzazione” che ha radicalmente cambiato il processo lavorativo all’interno e all’esterno dell’impresa. Questi rapidi processi di cambiamento hanno accelerato il carattere obsoleto di molte imprese “vecchio stampo”, che si sono viste scavalcate da concorrenti estere più giovani, efficienti e pronte a soddisfare i nuovi standard di mercato. Un grande contraccolpo è stato riscontrato in quelle imprese che si valevano delle tecnologie e delle professionalità più elementari, facilmente replicabili dai concorrenti, a costi inferiori, annullando il vantaggio di essere sul posto per la clientela del “chilometro zero”. In questo contesto si deve dare adito all’avvento della crisi economica che

⁵ Guida al passaggio generazionale nelle PMI, Carlo F. Montecamozzo; cap 2.3

⁶ Cap 2.4, Carlo. Montecamozzo, Opera citata

ha colpito l'Italia soprattutto a partire dagli ultimi mesi del 2008, quando al forte rallentamento dei consumi interni si è aggiunta una significativa flessione della domanda internazionale. La recessione globale che nel 2008⁷ ha investito tutti i paesi avanzati ha evidentemente provocato un significativo peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro: la contrazione della domanda di beni e servizi si è tradotta in breve tempo in una riduzione progressiva del fabbisogno di manodopera, e questo, a sua volta, ha fatto salire i livelli assoluti e relativi della disoccupazione. La diminuzione della domanda di beni è stata parallelamente seguita, in maniera anche più accentuata, dall'erogazione del credito da parte degli istituti finanziari.

In un periodo di crisi tale, è fisiologico attendersi un aumento del livello di asimmetria informativa tra imprese e banche, spingendo queste ultime a rivedere la composizione del portafoglio a favore di attività più liquide e meno rischiose, penalizzando così i prestiti ad imprese percepite come più rischiose (il fenomeno del credit crunch), come le PMI. La difficoltà economica di tutto il sistema si è riflessa in una minore possibilità di reperimento dei capitali che ha determinato il fallimento di numerose imprese: 36.846 aziende hanno chiuso nei primi 9 mesi 2008 per un saldo, tra imprese iscritte e cessate, pari a -13.184⁸.

Si è reso evidente come sia necessario mantenersi aggiornati sulle nuove tecniche, sui nuovi strumenti e sulle nuove dinamiche di mercato, per assicurare la estemporanea competitività dell'apparato produttivo delle PMI italiane. Tutto ciò si può fare anche meglio in una piccola organizzazione, talvolta un'impresa di famiglia, che condivide valori, educazione e principi che devono essere improntati sulla buona, professionale e più efficiente gestione dell'attività imprenditoriale.

⁷ "Le piccole medie imprese al tempo della crisi": Politiche per le PMI, impatto della crisi e ruolo della formazione continua; Rapporto di Ricerca n. 07/2011, a cura di Giovanna Altieri ; Settembre 2011

⁸ ricerca della Cgia di Mestre (Associazione Artigiani e Piccole Imprese), 200819

CAPITOLO 2: Il processo di finanziamento della PMI: vincoli e peculiarità

2.1 introduzione

Nel presente capitolo l'obiettivo è quello di esaminare il processo di finanziamento della PMI. La trattazione è presentata passando, in primis, per l'analisi del fabbisogno e della struttura finanziaria dell'impresa, al fine di contestualizzare il processo, evidenziandone i caratteri principali e comuni a tutte le imprese. Successivamente, si entra nel cuore dell'analisi della PMI, con particolare riguardo alle peculiarità che il loro finanziamento presenta, rispetto all'analogo processo, riconducibile ad un'impresa di maggiori dimensioni. L'analisi verrà esposta attraverso la presentazione di quelle che sono le specificità che la PMI deve affrontare, in particolare, quelle riconducibili alla sua ridotta dimensione in termini di quantità e risorse. L'obiettivo è quello di evidenziare le differenze che caratterizzano le PMI, a cui possono essere ricondotte condizioni differenti, in maniera tendenzialmente sfavorevole rispetto alle imprese di maggiori dimensioni, nel processo di ottenimento delle risorse finanziarie. Lo svantaggio insito nel processo di finanziamento è posto alla base della maggiore difficoltà di operatività della PMI e nella sua minore profittabilità.

2.2 fabbisogno finanziario e struttura dell'impresa

Il fabbisogno finanziario di un'impresa esprime la quantità di risorse finanziarie necessarie per la realizzazione dell'attività produttiva. Il fabbisogno deriva dall'eventualità che gli investimenti per l'acquisto dei fattori produttivi precedano la realizzazione, la vendita del prodotto e i correlati ricavi. È lo sfasamento temporale tra investimenti e ricavi che determina il fabbisogno finanziario dell'impresa⁹, insieme ad una componente legata alla necessità di remunerazione degli stakeholder dell'impresa. In particolare, il fabbisogno origina dall'interazione tra i cicli fondamentali che intercorrono lungo tutta la gestione aziendale:

- il ciclo economico si riferisce all'intervallo temporale in cui si manifesta il costo e quello in cui viene ad esistere il ricavo;
- il ciclo finanziario differisce in quanto il momento di rilevazione dell'entrata si considera quando questa si sostanzia;

⁹ Tale affermazione risulta valida ad esclusione di alcune imprese, definite da un processo di "ricavi-costi", tali le imprese su commessa

-il ciclo monetario fa riferimento alle fasi in cui l'uscita e l'entrata monetaria risultano effettivamente in quanto si presenta un reale flusso di cassa.

Il fabbisogno finanziario, dunque, indica all'impresa l'ammontare di risorse necessarie per sostenere il processo di investimento e produzione, prestabilito con il primario obiettivo di ottenere un equilibrio¹⁰ tra la somma delle risorse derivanti dalle fonti di finanziamento e le somme investite nelle attività reali e finanziarie dell'impresa¹¹.

L'analisi delle risorse necessarie è realizzata attraverso un processo continuo nel tempo, che si protrae nel medio-lungo periodo, rendendo prospettica la valutazione dell'impresa. Il fabbisogno di risorse complessivo origina dalla combinazione delle diverse aree di operatività dell'impresa¹², sostanziandosi durante l'intero arco della gestione aziendale:

- Il fabbisogno di liquidità immediata
- Il fabbisogno a breve, non monetario, tale il capitale circolante netto
- Il fabbisogno per investimenti costituito dal capitale fisso

Il fabbisogno di liquidità immediata deriva da operazioni che vengono finanziate attraverso la cosiddetta "elasticità di cassa"; per tali operazioni il metodo di ottenimento delle risorse più diffuso è il ricorso al credito bancario mediante l'apertura del conto corrente. L'impresa utilizza questa disponibilità per garantire un equilibrio finanziario, in cui risulti solvente nei rapporti con gli stakeholder.

Il capitale circolante netto (CCN) fa riferimento al fabbisogno finanziario derivante dalla realizzazione degli impieghi nel corso dell'esercizio in essere. Si tratta, dunque, di un fabbisogno che ricopre un orizzonte temporale breve, ma la cui gestione efficiente può determinare un grande vantaggio di costo¹³. L'entità del CCN è espressa come somma tra:

- 1- le scorte di magazzino;
- 2- le attività finanziarie a breve termine;
- 3- le attività finanziarie aventi oggetto titoli monetari.

Tutte e tre le componenti conferiscono all'impresa un'elasticità monetaria che sarà

¹⁰ L'equilibrio di lungo periodo presuppone la validità dell'equazione: $C(t) + \alpha = R(t)$; dove α è uguale al reddito totale o complessivo.

¹¹ "Fabbisogno finanziario dell'impresa, fonti di finanziamento e condizioni di equilibrio finanziario", pag. 3-5; di Antonio Ricciardi, 2014

¹² Bubbio a., Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari, ISEDI, Torino, 2000

¹³ Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività, di Antonio Renzi, G. Vagnani, 11/2016

fondamentale nella gestione caratteristica dell'impresa, in quanto si tratta di asset che all'occorrenza si rivelano altamente liquidabili. I crediti commerciali costituiscono la parte più importante e ingente dell'attivo corrente; sono originati dalla gestione dell'impresa, soprattutto, in termini di concessione di una dilazione dei pagamenti ai clienti. All'aumentare della dilazione dei pagamenti, aumentano i crediti e dunque l'esposizione al rischio che questi non verranno adempiti: aumenta il rischio di credito derivante dalla concessione di finanziamenti alla clientela. L'impresa deve, dunque, trovare un trade off efficiente tra l'appetibilità (economicità) per i clienti commerciali e il suo equilibrio finanziario. Il rapporto tra CCN e fatturato (totalità dei ricavi) è un indicatore dell'esposizione creditizia dell'impresa con i clienti, e della sua stabilità finanziaria.

La gestione del capitale circolante netto in primis, e di tutte le aree del fabbisogno finanziario dell'impresa, è d'importanza strategica per l'impresa. Garantire una sua ottimizzazione rappresenta una delle poche leve a disposizione dell'imprenditore per liberare liquidità nel breve termine. L'obiettivo della gestione, come detto, deve essere la copertura dei fondi richiesti dalla gestione caratteristica, dalla realizzazione dei piani strategici aziendali, da esigenze eventuali di impiego.

Nell'analisi del processo di finanziamento è inevitabile, dunque, fare riferimento alla struttura finanziaria dell'impresa, frutto dell'insieme delle sue scelte e strategie attuate in merito. Per struttura finanziaria si intende, sostanzialmente, il rapporto tra debiti e mezzi propri, di cui l'azienda si dota nel medio-lungo periodo, con l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa.

Il modello di partenza, quasi da considerarsi come un paradigma dell'analisi della struttura finanziaria dell'impresa, è rappresentato dal modello di "Modigliani-Miller", sviluppato tra il 1958 e il 1963. Secondo tale teoria, in un mercato perfettamente efficiente, il processo di finanziamento non dovrebbe incidere sul valore dell'impresa. Il valore dell'impresa, al contrario, è determinato dalla sua dimensione e dai caratteri dei flussi di cassa: la rischiosità, l'entità, la frequenza, derivanti dalla realizzazione dell'attività produttiva dell'impresa stessa. Tuttavia, sono stati numerosi i tentativi e i modelli che hanno cercato di spodestare le convinzioni del modello M&M, sulla base della inevidenza empirica che tale teoria riscontra nelle dinamiche reali di mercato. Molti dei modelli successivi, hanno cercato di dare maggiore riguardo al ruolo dell'inefficienza del mercato, con particolare riferimento ai costi di agenzia e ai maggiori costi legati ad alti livelli di indebitamento. Tali sono definiti come

“Trade off Theory” (TOT) e professano la presenza di una struttura ottima del capitale riflessa nell’equilibrio tra i benefici, in termini di scudo fiscale, e i costi del debito legati all’aumento del rischio di insolvenza (costi di bancarotta)¹⁴.

Un altrettanto accreditata teoria della struttura finanziaria ottimale fa capo a Myers e Meluf, che nel 1984, hanno sviluppato la cosiddetta “Pecking order Theory”, secondo la quale esiste una gerarchia di preferenza tra le diverse fonti di finanziamento. In particolare, si afferma una preferenza per l’approvvigionamento di risorse all’interno dell’impresa, mediante il ricorso agli utili ritenuti, rispetto al finanziamento esterno costituito in una prima istanza dal credito bancario (debito) e solo in ultima evenienza attraverso l’emissione di nuova equity. La presenza di costi di agenzia conduce il fabbisogno dell’impresa ad essere orientato verso un’applicazione che si riflette molto più esplicitamente nella POT. Secondo tale teoria, la gerarchia finanziaria è dettata dalla severità dell’asimmetria informativa che va ad implicare costi crescenti nel passaggio dall’autofinanziamento al debito bancario e all’equity.

Il rilievo della politica finanziaria è massimo nel caso delle grandi imprese, ma anche all’interno delle PMI, assume una connotazione strategica fondamentale. Soprattutto nelle PMI che si trovano ad operare in mercati che hanno serrati ritmi di innovazione (PMI innovative), soltanto le imprese con la possibilità di accedere a mercati finanziari caratterizzati da buone condizioni di funzionalità possono godere di un’apprezzabile posizione di forza.

Tuttavia, si tratta di studi e tesi che hanno avuto come oggetto l’impresa, nelle sue generalità e nei suoi caratteri più comuni. La validità di questi studi potrebbe venir meno, o quanto meno essere posta in discussione, di fronte alle specificità insite nelle piccole e medie imprese, rendendo opportuno uno studio più accurato e particolare del caso.

2.3 la gestione delle PMI: caratteri distintivi

Le piccole e medie imprese costituiscono una classe di soggetti profondamente eterogenei, figlie di uno sviluppo e di una storia peculiari, che le rendono diverse le una dalle altre.

¹⁴ Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order, Section II. Robert Watson and Nick Wilson, 04/2002

Tuttavia, dall'evidenza empirica riscontrabile dalla gestione finanziaria delle PMI operanti sui mercati, emergono dei caratteri comuni che contraddistinguono la gestione operativa e finanziaria delle piccole imprese. Le caratteristiche tipiche delle PMI fanno sì che si delineino delle differenze sostanziali rispetto alle imprese più grandi. Qui si presentano alcuni temi in cui tali si evidenziano:

- 1 Problema d'agenzia¹⁵ → I manager, rispetto agli stakeholder, hanno un rapporto più coinvolto, che si sostanzia nella realizzazione di forti legami fondati sulla reputazione dei soggetti¹⁶. Il rapporto che ne deriva risulta più forte e al contempo esigente. Si riscontra una maggiore difficoltà soprattutto legata alle soluzioni per il problema: risultano maggiormente gravosi i costi di monitoraggio in relazione al capitale aziendale.
- 2 Asimmetrie informative → la dimensione ridotta in termini di capitale a disposizione, minori rapporti con clienti e fornitori e operazioni a campione da esaminare, si riflettono in una maggiore difficoltà per le PMI di conoscere il mercato, in termini di offerta di finanziamento e domanda di beni. A questo si aggiunge la bassa qualità e quantità delle informazioni messe a disposizione dall'impresa¹⁷, i minori incentivi che spingono gli analisti esterni (agenzie di rating) ad esaminare le piccole imprese, a causa dei bassi profitti correlati; tale situazione determina una considerevole difficoltà per le PMI di mettersi in mostra sul mercato in maniera credibile e competitiva.
- 3 Costi di fallimento → la probabilità che si determini una situazione di default potrebbe essere accentuata in un'impresa che¹⁸:
 - ha a disposizione un team di gestione incompleto, meno formato e competente;
 - fa ricorso ad un numero limitato di risorse di finanziamento;
 - ha un numero limitato e statico di rapporti con clienti e fornitori determinando un rendimento dell'impresa legato al rendimento di questi soggetti. Al contempo, vi è una forte relazione tra il patrimonio e

¹⁵ Il problema d'agenzia fa riferimento al conflitto d'interessi che potrebbe sorgere tra i manager e i proprietari o stakeholder dell'impresa. Tale concetto è stato ampiamente dibattuto nella letteratura economico-finanziaria in quanto si riflette in numerosi ambiti del mercato.

¹⁶ Le istituzioni finanziarie (banche) sono portate a mantenere relazioni di lungo periodo con i soggetti debitori, sulla quale si sviluppa una reputazione che gli permette di ridurre i costi delle asimmetrie informative

¹⁷ Si evidenzia ancora il carattere limitante della bassa propensione della PMI alle "information disclosure"

¹⁸ Beck T., Demirguc-Kunt, Martinez Peria M.S., Bank Financing for SMEs around the World – Drivers, Obstacles, Business Models and Lending Practices, in World Bank Policy Research Working Paper, n. 4785, Novembre 2008.

la reputazione dell'imprenditore e quello dell'impresa, che lo dovrebbe spingere al mantenimento di una sana gestione operativa a qualunque costo.

- 4 Tasse → ¹⁹si fa riferimento alla maggiore gravosità del sistema fiscale rispetto ai bassi livelli di profitti generati. Inoltre, si evidenzia una tendenza dell'imprenditore ad integrare le entrate dei business aziendali con le proprie, generando possibili effetti distorsivi sulla gestione finanziaria dell'impresa.
- 5 Costi di transazione → gli elevati costi per accedere ad alcuni segmenti o strumenti di mercato precludono il percorso efficiente della PMI. Alti livelli di costi fissi non sempre sono sostenibili per i budget delle piccole e medie imprese che si trovano escluse a competere in contesti potenzialmente molto redditizi (costi di IPO, costi per garantire beni o servizi di qualità, costi di pubblicità).

Si presenta un contesto di operatività nel mercato molto complesso e gravoso per la profittabilità delle PMI, che si riflette nella loro strategia di gestione finanziaria. Con riferimento alla struttura finanziaria delle PMI italiane, si dimostra una comune ed eccessiva dipendenza delle imprese dal canale del credito bancario, in termini di finanziamento esterno; si evince una struttura finanziaria estremamente semplificata, che si potrebbe ricondurre a sole due fonti principali: il capitale dei soci fondatori e il debito bancario²⁰. Le forti relazioni clientelari instaurate dalle banche, insieme alla mancata disponibilità ad "aprire le porte" della proprietà a soggetti esterni, influenzano la gestione finanziaria, precludendo così un innumerevole quantità di mezzi di finanziamento e la possibilità di favorire una crescita dimensionale. La gestione finanziaria della PMI tradizionale è, inevitabilmente, anche il risultato di un contesto culturale (tale quello italiano) che non ha mai mostrato grande familiarità con i mercati finanziari dei capitali, rimanendo ancorata ai servizi tradizionali dell'attività commerciale bancaria. A supporto di tale tesi si potrebbe ricorrere a quanto evidenziato da un'approfondita analisi del mondo della piccola e media impresa italiana²¹ che esalta alcuni limiti gestionali che si riflettono in:

-una provvista finanziaria condotta prevalentemente nel breve termine

¹⁹ GOLINELLI G.M., 1996, "Economia e finanza nel governo dell'impresa", in Sinergie n. 39

²⁰ La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà, paragrafo primo, Gabriella Chiesa, 01/2009

²¹ "Se il piccolo non cresce; Piccole e medie imprese in affanno"; F. Onida, Bologna (2004)

-un basso livello di autofinanziamento, attraverso il reinvestimento degli utili conseguiti

-un limitato apporto di capitale proprio

-un eccessivo indebitamento nei confronti delle banche

L'indebitamento finanziario delle imprese assume delle connotazioni preoccupanti se confrontato al PIL italiano: si parla di un valore dei debiti bancari pari al 55% del Prodotto Interno Lordo, in aumento del 10% rispetto al 2013²². La composizione del debito per finanziare gli investimenti è prevalentemente di matrice bancaria, soprattutto per le imprese con meno di 50 dipendenti (76,2 % dell'indebitamento finanziario totale) e per quelle con meno di 250 dipendenti (67,2% dei debiti finanziari totali). In maniera ancora più accentuata, nelle fasi in cui vi è una forte volatilità dei tassi di mercato e una bassa redditività delle imprese, per le PMI aumenta la probabilità di avere una leva finanziaria negativa, ovvero un ROI minore degli oneri finanziari²³. Nonostante l'ingente ricorso al mercato bancario, le imprese lamentano un eccessivo costo del credito e una posizione decisamente "avversa" delle banche all'erogazione del credito: si evidenzia una limitata considerazione della redditività prospettica dell'investimento che si sta andando a finanziare, continuando a dare maggiore riguardo alla solidità patrimoniale dell'impresa, sulla base della presenza di garanzie di tipo reale (per la maggior parte) o fidejussioni.

L'arretratezza di alcuni mezzi di gestione delle finanze della piccola impresa, si riscontra in alcuni elementi peculiari delle PMI. In particolare, si possono analizzare alcuni processi di gestione che mettono in risalto i limiti caratterizzanti delle piccole e medie imprese:

- a) La valutazione e la realizzazione dei progetti d'investimento: le PMI, come tutte le imprese, potrebbero ritenere apprezzabili tutti i progetti che presentassero un VAN positivo. Tuttavia, la scelta in capo alle PMI subisce delle influenze che potrebbero modificare la valutazione o il rendimento del progetto stesso: in primis, è evidente che a parità di progetto²⁴, una piccola impresa dovrebbe sostenere un maggior costo di ottenimento del capitale per realizzarlo, con potenziali effetti di erosione della profittabilità dello stesso. In secondo luogo, la capacità di valutazione della PMI può essere limitata e imprecisa, determinando la possibilità di intraprendere progetti meno vantaggiosi o non implementarne altri profittevoli. Inoltre, la mancanza di tutti gli

²² Elaborazione dati Centrale di Bilanci, Banca d'Italia, 2015

²³ La gestione finanziaria delle PMI, criticità e possibili soluzioni; A. Ricciardi, 2009

²⁴ Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, Section III. James S. Ang (1991)

asset di cui dispone una grande impresa (personale qualificato, tecnologia appropriata, marketing specializzato), renderebbero meno attraente, o poco efficiente, la realizzazione del progetto.

- b) Gestione dell'attività di finanziamento: l'ottenimento delle risorse, soprattutto nella prime fasi del ciclo di vita dell'impresa, è rimessa al capitale proprio del proprietario (i risparmi), prestiti personali o di società collegate specializzate in questo tipo di credito²⁵. Il valore della "responsabilità limitata" degli azionisti è ridotto: ai fini dell'erogazione dei prestiti, gli istituti finanziari sono portati a chiedere in garanzia i beni personali del debitore. Inoltre, può emergere la forza contrattuale dei finanziati e finanziatori; questi ultimi sono in una posizione molto più forte ed esigente, ma sono distorti dallo sfruttarla a pieno a causa della concorrenza del mercato dei finanziatori, a cui la PMI si potrebbe rivolgersi alternativamente.

- c) Politica dei dividendi: anche la logica di distribuzione dei dividendi si presenta secondo una diversa prospettiva. Tendenzialmente, i proprietari sono disposti a rinunciare alla percezione delle redditività, in quanto sono gli stessi ad implementare la gestione operativa. Diversamente dagli azionisti delle grandi imprese, che danno grande rilevanza alla percezione dei dividendi, in questo senso la visione della PMI si presenta meno venale e maggiormente proiettata alla gestione dell'impresa nel medio lungo termine, rispetto ai consumi o agli investimenti personali.

- d) Gestione della liquidità: gli operatori del settore finanziario conoscono l'importanza riconducibile alla gestione del Capitale Circolante, in quanto è quello il mezzo per ottenere liquidità nel breve periodo. Gli imprenditori hanno l'obiettivo di dotarsi di sufficiente liquidità così da rendersi maggiormente indipendenti dai finanziatori, andando ad assumere un maggiore potere negoziale nelle trattative con i creditori. Al contempo, la determinazione di un buon livello di liquidità garantisce la possibilità di sfruttare, in maniera favorevole, le asimmetrie informative sul mercato,

²⁵ Storey D.J. (1994), *Finance and the small firm*, London, Routledge

intraprendendo qualche progetto d'investimento al di fuori di quelli previsti ad business plan aziendali²⁶.

Il contesto operativo delle PMI si presenta molto complesso, anche in relazione a quello delle imprese più grandi. Le difficoltà derivanti dalla grande competitività dei mercati si possono rivelare ancora più gravose per le piccole imprese, che sono costrette ad implementare la loro attività in un ambiente già ricco di sfide e vincoli. Emerge, in maniera chiara, come le piccole e medie imprese debbano essere soggette a maggiore tutela, passando da mirati interventi di politica economica, e al contempo mostrarsi maggiormente propense all'adozione di strumenti finanziari e operativi alternativi a quelli tradizionali.²⁷

2.4 La relazione tra crescita dell'azienda e fabbisogno finanziario: quanto e come incide la dimensione dell'impresa nella struttura finanziaria

Trasformare il proprio business di nicchia in un processo più esteso in termini di volumi coinvolti e di correlati profitti, è uno degli innegabili obiettivi che ogni imprenditore si prefissa, o quantomeno si augura, di raggiungere. Tuttavia, si tratta di un fenomeno molto difficile da realizzare, vista la scarsità di risorse e la grande competitività dei mercati rispetto alla saturazione dell'offerta e alla capacità di implementare un bene o servizio di successo. Tra i principali asset correlati alla capacità dell'impresa di accrescere la sua entità ci sono²⁸:

- 1) Le risorse finanziarie: la facilità e la garanzia di provvedere all'ottenimento degli asset monetari da parte del management dell'impresa²⁹, sono di fondamentale importanza per la sua crescita. Le risorse finanziarie possono, infatti, essere facilmente convertibili in altre risorse, di cui l'azienda necessita nel corso del suo processo produttivo (materie prime, spese di pubblicità, servizi di consulenza ecc...)
La disponibilità di risorse permette all'impresa di investire in nuovi o consolidati

²⁶ Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, Section IV, James S. Ang (1991), Op.cit

²⁷ the pecking order theory in the context of small and medium-sized enterprises", Oscar Domenichelli, 2008

²⁸ "Determinants and dimensions of firm growth", Haibo Zhoua, Gerrit de Witb a Erasmus University Rotterdam, Centre for Advanced Small Business Economics

²⁹Dollinger, M. J. 1999. Entrepreneurship: strategies and resources. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall..

processi che garantiscono l'entrata in nuovi segmenti di mercato³⁰. L'accesso alle risorse ha un riscontro positivo, dunque, sulla possibilità di espandere il business.

- 2) Il capitale umano: le competenze dei dipendenti dell'impresa sono determinanti nel successo e nell'eventuale crescita correlata del business³¹. In particolare, per le PMI, che godono di minore capacità di esternalizzazione dei processi, il valore delle risorse umane costituisce un mezzo essenziale per costruire un vantaggio competitivo sui mercati.
- 3) La propensione imprenditoriale della proprietà (e le strategie che ne derivano): lo spirito dell'imprenditore, soprattutto nelle organizzazioni di minori dimensioni come le PMI, è la guida di tutti i processi in essere. Il carattere della proprietà viene identificato in cinque dimensioni³²: l'autonomia, intesa come la capacità di esaltare e compiere una certa "vision"; l'innovatività, intesa come il grado di creatività e sperimentazione; il "risk taking", ovvero la tendenza ad implementare progetti rischiosi ma potenzialmente molto profittevoli; la proattività, intesa come la propensione alla ricerca e all'innovazione; l'aggressività competitiva intesa come l'intensità della concorrenza nei confronti dei competitor di settore.
- 4) La dinamicità dell'impresa: la capacità di riconfigurare i processi, riallocare e combinare le risorse per garantire il raggiungimento degli obiettivi aziendali. Sono l'apprendimento organizzativo e la scalabilità gli aspetti in cui tale si riscontra. Con il primo si intende la capacità dell'impresa di implementare nuove conoscenze e in capo ai processi produttivi (nuovi asset) e alle competenze professionali (formazione del personale). La scalabilità si riferisce alla capacità dell'impresa di gestire processi e volumi crescenti; presuppone, dunque, un business plan e una vision d'impresa che siano stati già originariamente pensati per sostenere processi produttivi più ampi o in grado di essere allargati senza presupporre una completa sostituzione³³.

I processi di sviluppo implicano la necessità di accrescere le risorse di capitale a disposizione dell'impresa al fine di realizzare con successo i nuovi processi da implementare. Nella fase di

³⁰ Castrogiovanni, G. J. 1996. Pre-start-up planning and the survival of new small firms.

³¹ Birley, S., & Westhead, P. 1990. Growth and performance contrasts between 'types' of small firms. 7

³² Lumpkin, G. T., & Dess, G. G. 1996. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy of Management Review*

³³ Eisenhardt, K. M., & Martin, J. A. 2000. Dynamic capabilities: What are they

ottenimento di capitale, risulta cruciale la scelta del leverage finanziario, come misura dell'incidenza che i debiti assumono rispetto agli investimenti³⁴. Il leverage, infatti, è associato, nell'ambito finanziario, ad un indicatore del livello di rischio dell'impresa, in particolare indica la possibilità che si verifichi una situazione di dissesto finanziario. Il rischio connesso ad un medesimo progetto, intrapreso da due diverse imprese, assume una connotazione più rischiosa per l'impresa meno capitalizzata, ovvero caratterizzata da un maggior livello di indebitamento relativamente al capitale aziendale. Emerge una forte interdipendenza tra le strategie di impresa e la solidità finanziaria della stessa.

In sede di pianificazione strategica, la stima del fabbisogno finanziario è correlata all'andamento dei ricavi e volumi di produzione. Ad ogni livello di fatturato corrispondono diverse esigenze di finanziamento, a cui l'impresa deve far fronte.

Tuttavia, l'evidenza empirica riscontrabile sui mercati mostra come lo sviluppo e la crescita delle imprese di minori dimensioni sia ostacolata da un minore accesso al finanziamento esterno e, in generale, da maggiori e stringenti vincoli operativi e finanziari. Prendendo in esame lo studio condotto attraverso la "Word Business Enviroment Survey" (WBES)³⁵, una ricerca su un campione di 10000 imprese, di diversa dimensione, tipologia di proprietà e struttura organizzativa, locate in 80 paesi diversi, si evincono delle interessanti informazioni sulla presenza di ostacoli per le imprese più piccole che ne rallentano o bloccano la crescita sul mercato.

Emerge come siano proprio i caratteri relativi alla dimensione dell'impresa, alla sua proprietà ed esperienza che incidono maggiormente nell'accesso agli strumenti di crescita: una maggiore incidenza delle asimmetrie informative e dei costi di transazione a causa dei minori volumi di capitale trattati. La ricerca in esame dimostra che il 39%³⁶ delle imprese di minori dimensioni dichiara di aver fronteggiato maggiori difficoltà nella gestione finanziaria, in relazione ai rapporti con gli intermediari di settore. Queste imperfezioni del mercato si riflettono nel rallentamento, o nella peggiore delle ipotesi, nell'impedimento alla crescita della PMI.

³⁴ Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività, di Antonio Renzi, G.Vagnani, pp 38,40

³⁵ La WBES è un'iniziativa condotta da "World Bank Group" tra il 1999 e il 2000, sulla base dei dati raccolti su un campione di 10mila imprese.

³⁶ Il 39% riscontrato è maggiore del 36 e del 32% esaminato rispettivamente in capo alle medie e alle grandi imprese

Le “differenze di trattamento” tra piccole e grandi imprese, sembrano ancora più evidenti se al ruolo degli intermediari si aggiunge quello ricoperto dal sistema legale e burocratico, e dalla componente di corruzione che impedisce lo svolgimento di un mercato efficiente³⁷. Nei paesi maggiormente sviluppati, le PMI stanno iniziando ad ottenere un percorso più privilegiato, che le vede meglio propense alla crescita. Si evidenzia, allora, una correlazione tra la garanzia di condizioni efficienti di operatività (no corruzione, sistemi legali equi...) e uno sviluppo fiorente delle imprese. Al contempo tale evidenza, è riscontrabile nei paesi meno industrializzati, dove la possibilità di crescita per le PMI sembra solo una lontana speranza, a causa della mancanza dei mezzi socio-economici.

Il contesto di mercato porta a considerare le istituzioni come il potenziale “salvatore” in grado di garantire un’operatività efficiente alle imprese; un processo di politica economica, mirato alla salvaguardia del processo evolutivo delle PMI, può essere l’unico mezzo schierabile a favore delle piccole imprese immerse nel mercato odierno in mezzo a “pesci” decisamente più grandi.

2.5 Le fonti di finanziamento delle PMI: vincoli, esigenze e criticità

Le scelte delle PMI sono fortemente influenzate dal loro limitato accesso al mercato dei capitali: il cosiddetto “finance gap” che si costituisce da una “supply gap” (carenza di offerta), relativa alla mancanza di fondi o ai superiori costi di acquisizione, e un “knowledge gap” (gap di conoscenza), relativamente alla consapevolezza limitata su tutte le possibilità e caratteristiche del finanziamento esterno³⁸. Nell’analisi del processo di finanziamento, sulla base del fabbisogno finanziario d’impresa, emerge come la presenza di asimmetrie informative determini un conflitto di interessi tra azionisti e finanziatori esterni, sostanziandosi nei correlati costi di agenzia che rendono più costoso l’indebitamento rispetto al finanziamento interno; questo, inevitabilmente, comporta degli effetti negativi sul leverage³⁹.

³⁷ Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint, Section 3 [Thorsten Beck; Asli Demirguc-Kunt](#); 11/2006

³⁸ Il finanziamento alle Pmi e il ruolo di una istituzione pubblica come il Gruppo Bei, Debora Revoltella, Banca Europea per gli investimenti | Helmut Kraemer-Eis, Fondo Europeo per gli investimenti; 11/2015

³⁹ Per leverage si intende il rapporto d’indebitamento dell’impresa: (totale passività/capitale proprio)

Un ulteriore elemento che contribuisce alla determinazione di un clima ostile al mondo PMI, in termini di finanziamento esterno, è riconducibile ad un atteggiamento insito nella piccola e media impresa: la riluttanza a rendere pubbliche le informazioni relative allo status aziendale in termini di business e risultati di bilancio. L'emissione di nuove quote partecipative presuppone un ingente dispendio in termini di information disclosure e di condivisione del controllo. Si evidenzia, così, una bassa propensione al ricorso a questa forma di finanziamento esterno; i piccoli imprenditori, al contempo, sono molto più disposti a finanziare la propria attività attraverso capitale proprio, rendendo così fortemente correlato il loro patrimonio alla redditività dell'impresa.

Per mezzo dell'opacità (asimmetria) informativa, la domanda di fonti di finanziamento da parte dell'impresa può essere influenzata in due modi. All'atto della decisione tra fonti di finanziamento interne ed esterne una maggiore opacità informativa influenza positivamente la scelta di autofinanziamento. In secondo luogo, l'impresa, quando decidesse di ricorrere a fonti di finanziamento esterne – soprattutto se opaca da un punto di vista informativo – privilegerà il debito bancario sul capitale azionario con un effetto positivo sul leverage. Le innumerevoli ostative che il mercato dei capitali mostra nei confronti delle PMI, condizionano inevitabilmente il loro processo di finanziamento: le PMI ricorrono al mercato dei capitali prevalentemente attraverso il credito bancario, generando un eccessivo indebitamento nei loro confronti.

Le PMI, nonostante siano la spina dorsale dell'economia UE, così come riscontrato dai dati emessi dalla Commissione Europea, secondo cui il 99,8 % delle imprese operanti all'anno 2016 non finanziarie sono PMI, sono costrette ad operare in un contesto di forte incertezza, con una domanda di mercato debole e volatile. L'analisi del contesto odierno fotografa, inoltre, un momento in cui le banche, a causa della crisi del 2008 e al ciclo economico recessivo correlato, sono costrette ad operare secondo parametri più stringenti, requisiti patrimoniali più severi che ne limitano le capacità di erogazione del credito e di assunzione del rischio⁴⁰. Questo è un motivo di forte preoccupazione per le PMI, che hanno nelle banche i loro maggiori finanziatori, e che si trovano a fronteggiare un mercato sempre più competitivo e avverso. In particolare, la contrazione dei finanziamenti nei confronti delle

⁴⁰ LE PICCOLE MEDIE IMPRESE AL TEMPO DELLA CRISI: Politiche per le PMI, impatto della crisi e ruolo della formazione continua; Rapporto di Ricerca n. 07/2011, a cura di Giovanna Altieri ; Settembre 2011

PMI è da ricercare nella suddetta e dibattuta presenza di asimmetrie informative sui mercati, tra imprese e banche, per cui si determina una sottovalutazione dell'effettivo merito di credito dell'impresa. In questo contesto si è reso necessario lo sviluppo di strumenti alternativi, che compensassero le lacune finanziarie del mercato e permettessero un'adeguata remunerazione per le piccole e medie imprese italiane ed europee; una serie di normative che ha portato all'introduzione di mercati dei capitali appositi per le PMI, che verranno trattati più avanti nell'elaborato, e all'adozione di strumenti, quali i Pir⁴¹, appositamente pensati per convogliare risorse in maniera vantaggiosa nelle piccole imprese.

L'analisi elaborata nel presente capitolo ha avuto l'obiettivo di contestualizzare il processo di finanziamento della PMI italiana nel mercato odierno, cercando di mettere in risalto tutte le criticità che influiscono su questo processo. È di primaria importanza, per comprendere le decisioni finanziarie, conoscere i contesti economici, culturali e operativi in cui le piccole e medie imprese italiane si trovano ad operare. Nel capitolo successivo l'elaborazione verterà su un'analisi più specifica di quello che è il ricorso delle PMI al finanziamento tramite equity, con particolare riferimento al processo di quotazione come forma di accesso ai mercati finanziari e ottenimento del capitale necessario al sostentamento del fabbisogno finanziario d'impresa.

⁴¹ Strumenti di investimento specializzati nei mercati azionari e obbligazionari delle PMI, con annessi benefici in termini di agevolazioni fiscali.

CAPITOLO 3: le PMI nel mercato finanziario: i mercati e gli strumenti dedicati

3.1 Introduzione

Nel capitolo qui presentato si vuole elaborare un'analisi del mercato dell'equity, a cui le PMI possono fare riferimento. L'indagine si svolge attraverso la presentazione dei segmenti di mercato, rivolti alle PMI, che mettono a disposizione la possibilità di ottenere risorse finanziarie in maniera alternativa alla tradizionale attività di finanziamento delle imprese: MAC Italia, Segmento STAR, AIM Italia.

Gli interventi legislativi del governo, qui presentati, evidenziano una propensione alla incentivazione delle imprese, che passa soprattutto dall'innovazione e dal miglioramento delle condizioni del processo di finanziamento. L'obiettivo è di presentare e approfondire le valide fonti alternative all'attività tradizionale di approvvigionamento delle risorse, a disposizione della piccola e media impresa, con particolare riferimento all'AIM Italia: è questo il segmento analizzato che suscita il maggiore interesse, per mezzo delle sue condizioni e dei risultati che l'evidenza empirica mette a disposizione. AIM si presenta come un mezzo di finanziamento, in primis, e come un "trampolino di lancio" verso la crescita e lo sviluppo dell'impresa, così da rappresentare una delle innovazioni di mercato più esaltanti e promettenti dell'economia italiana delle PMI.

3.2 Premessa ai mercati alternativi per le PMI

Le piccole e medie imprese italiane, per poter operare con competitività nei mercati odierni, devono necessariamente strutturarsi in modo tale da ridurre il ricorso all'indebitamento bancario e, al contempo, incrementare il ricorso al mercato dell'equity e/o a quello obbligazionario. Secondo quanto diffuso da un'analisi econometrica condotta da Banca d'Italia e Istat sui risultati di bilancio di 900.000 società di capitale indebitate nell'area Euro, tra il 2005 e il 2010, la leva finanziaria delle imprese italiane è stabilmente più alta rispetto agli altri paesi europei. Il divario è particolarmente evidente per le imprese di minori dimensioni, andandosi infatti ad annullare rispetto alle società con oltre 300 milioni di attivo. "Per allineare il "leverage" delle società italiane a quello delle imprese analoghe europee, sarebbe necessario sostituire con patrimonio (equity) un ammontare di debiti finanziari pari a circa 200 miliardi di euro"⁴². Emerge nuovamente come in Italia il ricorso a fonti di

⁴² Arlotta C. et al., La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Milano, 2014

finanziamento alternative al credito bancario sia molto limitato e necessiti di un forte incentivo alla crescita. Tutti gli attori sul mercato si stanno ponendo in una nuova posizione maggiormente orientata ai mercati “alternativi”: le banche, oltre alla tradizionale attività creditizia, si stanno strutturando per garantire consulenza finanziaria, aiutando le imprese a determinare il livello e la composizione delle passività finanziarie, predisponendole secondo una struttura orientata ai mercati dell’equity; per contro, le PMI italiane, si preparano a compiere un passo verso l’affidabilità e la pubblicità delle informazioni rispetto ai loro conti e bilanci. L’azione politica, nel frattempo, ha agito in modo da favorire questo processo di rinnovamento della struttura finanziaria delle imprese attraverso l’introduzione di alcune misure:

1)Il Decreto Sviluppo⁴³ ha introdotto la possibilità per le società non quotate di accedere al finanziamento tramite l’emissione di obbligazioni, cambiali finanziarie (attraverso l’introduzione di benefici e incentivi fiscali) e obbligazioni subordinate o partecipative

2)con il Decreto Competitività⁴⁴ sono state introdotte altre disposizioni per il rilancio e lo sviluppo delle imprese; tre sono gli assi portanti del decreto: il miglioramento dell’accesso al finanziamento creditizio (liberalizzazione del credito e maggiore accesso agli investitori esteri), la promozione del finanziamento alternativo (eliminazione della ritenuta d’acconto su interessi e proventi derivanti dal “private placement”⁴⁵; estensione dell’imposta sostitutiva anche sulla cessione di crediti garantiti); il sostegno agli investimenti (credito d’imposta del 15% sugli investimenti in nuovi beni strumentali).

3)il potenziamento dell’ACE⁴⁶, una misura che garantisce un beneficio fiscale a fronte degli investimenti per gli aumenti di capitale (aumento del coefficiente di detassazione del 40% per gli incrementi di capitale derivanti da processi di quotazione).

4) apportando delle modifiche al TUF⁴⁷, all’art.20 in particolare, si è prevista: una nuova definizione di PMI quotata; una riduzione del capitale sociale delle SPA, al fine di favorire l’adozione di tale modello societario; una serie di incentivi alla quotazione delle PMI

⁴³ Decreto Legge 22/06/2012 n.83 convertito in Legge con modificazioni il 07/08/12

⁴⁴ Decreto Legge N.91/2014

⁴⁵ “Si può definire Private Placement il complesso di operazioni attraverso cui emittenti sia privati che pubblici (Comuni, Province, Regioni ed altri enti pubblici) offrono strumenti finanziari di nuova emissione che vengono collocati presso un numero limitato di destinatari internazionali (investitori istituzionali come fondi comuni, banche e intermediari finanziari italiani e esteri, società fiduciarie oppure privati di elevato *standing*)” (Borsa Italiana).

⁴⁶ ACE, Aiuto alla Crescita Economica; nel caso di riferimento si parla di Super ACE (incremento del 40%)

⁴⁷ TUF, Testo Unico della Finanza

fornendo la possibilità di emettere azioni con diritto di voto plurimo ⁴⁸; soglie per l'OPA obbligatoria ⁴⁹ diverse da quelle generale del 20 e 40%; la facoltà per le PMI non quotate di adottare i principi contabili internazionali; l'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione sui quotidiani delle informazioni regolamentate.

Le disposizioni suddette hanno l'obiettivo di rilanciare la competitività e la prosperità delle PMI italiane, fornendo strumenti di accesso ai finanziamenti alternativi, che possano almeno in parte ovviare al problema del credit crunch e consentire una diversificazione delle fonti di finanziamento. Il cambiamento delle "regole" sancisce un passaggio definitivo ad un nuovo modo di "fare impresa" indotto dai mercati globali alle economie nazionali.

Nel corso del capitolo si farà particolare riguardo al mercato dell'equity, evidenziando come questo sia uno strumento capace non solo di garantire risorse finanziarie; il processo di quotazione è un momento di svolta per l'impresa in quanto sancisce il passaggio alla forma "pubblica": si definisce tale un'impresa quotata in quanto essa si trova ad affrontare una platea di potenziali stakeholders, costituiti dagli individui operanti nel mercato che potrebbero avere interesse nelle dinamiche aziendali dell'impresa. Di particolare interesse sarà la trattazione di alcune iniziative di Borsa Italiana SPA: l'ideazione del Mercato Alternativo del Capitale (MAC); l'introduzione dell'AIM Italia (alternative investment market) sul modello dell'analogo presente sul London Stock Exchange, con riferimento al segmento alternativo "STAR", dedicato alla quotazione delle PMI particolarmente appetibili per il mercato borsistico. Dei mercati suddetti si cercherà di analizzarne alcuni aspetti caratterizzanti e i vantaggi e gli svantaggi che vi portano a ricorrere.

⁴⁸ diritto di "voto plurimo" riconosce ai possessori di tale tipo di azioni, di esprimere, per ciascun di esse, più di un voto

⁴⁹ Offerta pubblica di acquisto totalitaria che deve essere obbligatoriamente lanciata dal soggetto che viene a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale di una società quotata

3.3 Il Mercato Alternativo del Capitale: MAC Italia

“È stato presentato oggi a Milano (Palazzo Mezzanotte) il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), un Sistema di Scambi Organizzati riservato agli investitori professionali che faciliterà l’accesso delle piccole e medie imprese al capitale di rischio. L’iniziativa è stata promossa da un Comitato composto da personalità della comunità economico-finanziaria e scientifica italiana e da Borsa Italiana. L’obiettivo è creare un nuovo canale per il rafforzamento patrimoniale delle PMI accelerando la crescita del tessuto produttivo italiano e valorizzando l’innovazione. Il MAC si fonda su semplicità dei requisiti d’ammissione e forte collegamento con le banche di riferimento del territorio in cui operano le imprese”.⁵⁰

Il MAC è stato istituito nel settembre del 2007, dieci anni dopo l’equivalente “Mercato degli Investimenti alternativi” presente sul mercato britannico. È un mercato appositamente predisposto per le piccole e medie imprese italiane con l’obiettivo di migliorare l’offerta di mercati di borsa nei loro confronti, ponendosi come uno strumento volto ad attrarre un numero potenzialmente elevato di imprese. Prima del 2007, le aziende italiane che volevano aprire la struttura aziendale avevano solo due opzioni: la quotazione su un mercato regolamentato e rigidamente selettivo, aprendo il loro capitale fino agli investitori al dettaglio, o cedendo una quota del capitale a un fondo di private equity, che andrebbe ad assumere un ruolo manageriale attivo nell'azienda in un arco temporale di medio termine. In tale panorama, il Mercato Alternativo del Capitale colma un vuoto d’offerta a favore del finanziamento tramite equity per le PMI, prevedendo requisiti d’accesso meno stringenti e regole di funzionamento maggiormente adeguate alla struttura e alle caratteristiche gestionali delle piccole e medie imprese del mercato italiano.

Con l’introduzione del MAC si sono definiti una serie di obiettivi da dover raggiungere a favore delle PMI:

- consentire un accesso facile, rapido ed economico al capitale di rischio;
- consentire agli imprenditori di aumentare il capitale preservando il controllo gestionale;
- apertura della struttura societaria ad azionisti di minoranza , in quanto tali ben visti dal proprietario dell'azienda;
- rafforzare la struttura finanziaria per ottenere un buon rating e un bilancio positivo secondo le condizioni sancite ai sensi di Basilea II;
- migliorare le sinergie territoriali tra imprese, banche e istituzioni locali;

⁵⁰ Archivio Comunicati stampa di Borsa Italiana SPA, 04/12/06

- mostrare le aziende agli investitori professionali italiani e stranieri che vogliono investire processi di sviluppo a medio-lungo termine;
- semplificare la negoziabilità delle azioni;
- consentire la diversificazione degli investimenti ,garantendo la riduzione del rischio di portafoglio titoli delle PMI ;
- contribuire a dare impulso all'economia italiana nel suo insieme e sradicare gli ostacoli che ne derivano sviluppo

Il Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana, nella seduta del 29 marzo 2007, ha approvato il Regolamento del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) - il sistema di scambi organizzati (SSO) per le piccole imprese organizzato e gestito da Borsa Italiana. L'avvio operativo del MAC è avvenuto il 17 settembre 2007, data in cui hanno avuto luogo le prime negoziazioni. Questi i principali contenuti del Regolamento del MAC ⁵¹:

a) Requisiti delle società emittenti

È ammessa la negoziazione, in via esclusiva e inderogabile, di azioni ordinarie non trattate in altri SSO o in mercati regolamentati alternativi. Svolge una funzione propedeutica alle negoziazioni dei titoli in essere, l'avvenuta collocazione delle azioni presso uno o più investitori professionali. È necessario che la società in procinto di quotarsi sul MAC presenti l'ultimo documento di bilancio revisionato e certificato da una società idonea⁵². Gli obblighi di collocamento non competono alle società il cui capitale sia detenuto, anche se in parte, da un investitore istituzionale (per un periodo pari o superiore ai 12 mesi) o, in alternativa, in presenza di venti o più investitori professionali.

b) Procedura di ammissione

L'ammissione al Mercato Alternativo del Capitale consta di un processo estremamente semplificato e vantaggioso: data l'esclusiva presenza di investitori professionali alla negoziazione, non vige l'obbligo di redazione e pubblicazione del prospetto informativo. L'unica verifica prevista risulta in termini di esaminazione della domanda di ammissione: Borsa Italiana procede alla verifica della completezza e della correttezza del processo. L'esito, deliberato entro 10 giorni dalla presentazione della domanda, può consistere in una presentazione di idoneità della domanda, attraverso una Avviso di Mercato

⁵¹ Il testo del Regolamento del MAC, in vigore dal 9 luglio 2007, è disponibile sul sito Internet della Borsa Italiana, all'indirizzo www.borsaitaliana.it e sul sito www.mercatoalternativocapitale.it.

⁵² L'idoneità della revisione del bilancio è riservata esclusivamente alle società di revisione iscritte all'Albo Consob.

pubblicato in allegato ai documenti contabili e ad una scheda informativa sull'emittente, o in alternativa insiste in un rigetto, adeguatamente motivato.

c) Obblighi degli emittenti

Tra gli obblighi imposti alle società quotate sul MAC insistono:

- il mantenimento di una relazione con il soggetto Sponsor indicato, per un periodo di almeno tre anni, seppur in maniera non continuativa.
- Obblighi di informativi periodica in riferimento a specifici eventi o circostanze relative alla situazione aziendale; tali si aggiungono a quelli già insiti dell'attività di impresa, rispetto a quanto sancito dai regolamenti Consob.

d) Lo Sponsor

“Lo Sponsor è il soggetto incaricato dall'emittente con funzione di assistenza nella fase di ammissione - in particolare nella predisposizione della domanda e della scheda informativa”. Lo Sponsor non esaurisce la sua funzione nella fase iniziale bensì lungo un periodo obbligatorio sopraindicato (tre anni) con riferimento alla verifica dell'adempimento degli obblighi informativi. Sono ammesse all'esercizio di questo tipo di attività le società iscritte nell'apposito albo detenuto dalla Società di Promozione.

e) L'operatore specialista

Il compito principale di questa figura si sostanzia nella fase d'asta, processo nella quale lo specialista assicura la liquidità del titolo in essere. Nelle fasi antecedenti o successive all'asta, tale soggetto fornisce delle indicazioni sul valore del prezzo dei titoli. Lo specialista è incaricato, inoltre, di presentare due report all'anno sullo stato dell'emittente e di predisporre un incontro, con cadenza annuale, tra il management della società quotata e gli investitori professionali.

f) Modalità di esecuzione delle negoziazioni

La prima indicazione fornita in tema di negoziazione fa riferimento alla quantità minima di azioni emesse sul mercato, il cui controvalore di mercato deve essere pari o multiplo di 50mila euro (non è consentita la negoziazione di somme intermedie). Il processo di negoziazione consta di due fasi distinte:

- 1) Una sessione d'Asta vera e propria in cui la negoziazione delle azioni avviene secondo la consueta modalità di asta, con frequenza settimanale
- 2) Una sessione Fuori Asta in cui la negoziazione dei titoli dell'emittente avviene al di fuori del mercato del MAC; gli specialisti espongono giornalmente dei prezzi indicativi che sono alla base dei contratti conclusi al di fuori dei sistemi predefiniti di

asta. Tali si ritengono conclusi se conformi ai requisiti predisposti dal regolamento del MAC, con particolare riferimento al lotto minimo.

La trasparenza delle negoziazioni avvenuta sui mercati è garantita dall'azione di Borsa Italiana, società preposta alla redazione dell'informativa al pubblico sulle condizioni dei soggetti e degli strumenti di mercato. La disciplina di trasparenza informativa pone le sue basi rispetto alla conformità con la direttiva europea MIFID II. È, inoltre, necessario che i partecipanti e gli emittenti di mercato procedano alla comunicazione delle operazioni eseguite al di fuori del consueto processo di asta.

g) Attività di vigilanza

L'attività di regolazione e vigilanza rispetto alla regolarità dei processi e delle modalità di negoziazione è preposta a Borsa Italiana. Tale si occupa di adottare tutte le procedure e verifiche necessarie, volte ad assicurare il regolare ed efficiente funzionamento del mercato. Borsa Italiana esercita la sua azione mediante periodici controlli e interventi sull'esercizio degli operatori di mercato, con la possibilità di intervenire nei processi di negoziazioni fino a sospendere tale attività.

La struttura e il funzionamento del MAC sono regolati da normative e linee guida sugli investimenti. Il regolamento stabilisce il sistema di organizzazione e funzionamento del mercato dei cambi organizzato. Le linee guida sono le regole fondamentali del codice di condotta vincolante per gli investitori e mirano principalmente ad escludere i risparmiatori al dettaglio dalle operazioni. La predisposizione del funzionamento del MAC è volta ad una ben delineata coerenza con il mondo delle PMI italiane.

Si definisce infatti:

1) un ruolo fondamentale attribuito agli intermediari finanziari. In particolare, il loro apporto si sostanzia nella figura dello Sponsor e nei compiti ad esso preposti: l'assistenza nella fase di predisposizione della domanda di ammissione, la garanzia di liquidità rispetto ai titoli negoziati a alla loro qualità e appetibilità per gli investitori⁵³. In maniera piuttosto intuitiva si potrebbe individuare la figura dello Sponsor nelle banche: i più importanti e diffusi intermediari finanziari, all'interno dell'area geografica di operatività dell'impresa e dei rapporti di finanziamento e non solo. La banca si candida come miglior pretendente a ricoprire il ruolo di Sponsor, sulla scia della numerosità e varietà dei rapporti intrattenuti

⁵³ La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà Il caso del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) di Borsa Italia S.p.A.* di Antonio D'Amato e Claudia Cacia, pp. 44-45

con l'impresa, e in virtù della capitalizzazione degli asset relazionali frutto delle relazioni di lungo termine tipiche del settore bancario. I processi già insiti nel rapporto esistente sono alla base per la formazione di un efficiente e profittevole rapporto banca-impresa anche sotto questa nuova veste della banca di Sponsor.

2) sulla trascurabile propensione all'investimento in borsa da parte dei piccoli risparmiatori. Si definisce, quindi, la limitazione ai soli investitori istituzionali della possibilità di investire in azioni di PMI; tale risponde all'esigenza di fare leva sulle capacità di valutazione degli investitori professionali per il superamento delle asimmetrie informative a cui sarebbero soggetti gli investitori al dettaglio. Si consideri, inoltre, la maggiore capacità di diversificazione dell'investimento, che rende più sostenibile l'acquisizione di partecipazione delle piccole imprese soggette ad un maggiore rischio, e una loro detenzione nel medio-lungo termine.

3) la rinomata e facilmente riscontrabile propensione ad una gestione informale e flessibile dei processi all'interno delle PMI. "I requisiti d'accesso e di permanenza al mercato e i connessi obblighi posti a carico dell'emittente sembrano diretti a conservare flessibilità e informalità gestionale. In realtà, il punto è controverso, poiché in ogni caso la quotazione in borsa oltre che modificare e formalizzare le impostazioni e le procedure per la gestione dei rapporti con i finanziatori esterni, espone l'impresa a maggiori pressioni esterne, con la conseguenza di modificarne certe condotte organizzative e gestionali"⁵⁴;

4) sulla bassa tendenza delle PMI alla condivisione delle informazioni rispetto alle condotte e agli andamenti dell'impresa (avversione al fenomeno dell'"information disclosure"). Sono sanciti, pertanto, ridotti obblighi informativi dal regolamento del MAC alle società quotate in modo da salvaguardare il segreto aziendale. È evidente, infatti, come le PMI, sulla base della loro contenuta posizione di forza sui mercati siano maggiormente suscettibili alle minacce della concorrenza e alle azioni dei competitor. Si evince un maggior valore attribuibile alle informazioni e al loro grado di riservatezza.

⁵⁴ La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà Il caso del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) di Borsa Italia S.p.A.* di Antonio D'Amato e Claudia Cacia, pp. 44-45; op.cit.

Le caratteristiche delle PMI hanno influenza anche sui meccanismi di funzionamento del mercato. I titoli delle PMI sia per il volume degli scambi, sia per il flottante ⁵⁵presente sul mercato possono presentare elevati gradi di illiquidità, compromettendo la sostenibilità degli scambi e il successo del mercato. Per fronteggiare queste anomalie implicite al MAC si può ricorrere all'adozione di un meccanismo di mercato assimilabile a quello del *market making*. In pratica si fa riferimento all'esistenza di intermediari che si sostituiscono al mercato, assumendo una funzione analoga a quella dei dealer, ovvero soggetti la cui azione è volta a garantire la negoziabilità dei titoli. Tali intermediari favoriscono gli scambi in un mercato, proponendosi di acquistare e vendere i titoli a determinati prezzi; una volta acquistati tengono i titoli in giacenza e li ricollocano sul mercato quando ci sono investitori disposti a pagarne un prezzo maggiore che gli consenta di ottenere un profitto. La differenza sostanziale che slega la figura del market maker da quella del dealer risiede nella discrezionalità dell'operazione suddetta, che non è presente per il market maker che negozia i titoli obbligatoriamente e indipendentemente dalle condizioni di mercato. Esso, infatti, deve garantire la negoziazione delle quantità minime sottoscritte⁵⁶. Questo meccanismo dovrebbe ovviare, o tantomeno ridurre il rischio di paralisi degli scambi. La previsione di questa e figura e il ruolo ad essa assegnatoli, evidenzia come sia necessario ovviare ai caratteri difficoltosi dell'investimento partecipativo in piccole e medie imprese, con particolare riferimento alla contenuta dimensione del flottante e all'esteso orizzonte temporale prima di ottenere dei rendimenti (in termini di dividendi e capital gain). Il meccanismo di negoziazione è, dunque, con particolare riguardo volto ad aumentare i volumi di titoli negoziati, anche grazie alla sollecitazione di un numero considerevole di investitori professionali. E in questo senso, trova esplicazione e riscontro il possibile allargamento dei mercati, con riguardo al superamento dei confini nazionali al fine di raggiungere un numero maggiore di investitori.

Il MAC è stato un sistema in essere fino al primo marzo 2012, quando si è definita un'operazione di accorpamento nell'unico mercato AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale. Per effetto di questa operazione, le società quotate sul MAC sono passate sul nuovo

⁵⁵ Quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e che sono quindi disponibili per la negoziazione in borsa; Il flottante rappresenta la parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario

⁵⁶ Glossario finanziario, Borsa Italiana

listino, su base volontaria e solo in presenza dei nuovi requisiti previsti per l'ammissione sul nuovo mercato.

3.4 segmento STAR: il mercato per le PMI ad alto rendimento; requisiti e benefici

STAR è l'acronimo con cui si indica il "Segmento Titoli ad Alto Rendimento" inaugurato nel 2001 sul mercato borsistico italiano. La sua introduzione sul Mercato Telematico Azionario (MTA) è riconducibile alla volontà di fornire alle PMI una vetrina dove ottenere risorse finanziarie, assicurare una visibilità allargata e al contempo, offrire agli intermediari e agli investitori un'ulteriore possibilità di investimento. L'opportunità di essere quotate è riservata con particolare riguardo alle imprese che presentino importanti prospettive di crescita e sviluppo grazie all'implementazione di business plan ad alto rendimento. L'elemento necessario alla quotazione su STAR risiede nel rispetto, in via continuativa durante la quotazione, dei requisiti di eccellenza in termini di trasparenza, comunicazione, liquidità e corporate governance⁵⁷, così come stabiliti dal Regolamento⁵⁸ in essere. Al 31 dicembre 2019, il segmento STAR di MTA presenta la quotazione di 78 imprese. Tutte le azioni comprese nel segmento STAR del mercato MTA possono essere incluse nell'indice FTSE Italian STAR. L'indice Ftse Italia Star registra una crescita su base annua del 28,9% (massimo annuale e record storico 39.924 il 29 novembre, minimo 30.833 il 2 gennaio)⁵⁹. Borsa Italiana S.p.A. sostiene in maniera continua la visibilità delle aziende appartenenti al segmento STAR organizzando periodiche conferenze, dette STAR Conferences, che hanno l'obiettivo di presentare le aziende quotate alla comunità degli investitori istituzionali internazionali nelle piazze di Milano e Londra. Per comprendere al meglio il ruolo e gli obiettivi di tale segmento di mercato, è necessario passare in rassegna i requisiti che caratterizzano le imprese quotate, così da avere una panoramica più chiara anche di quella che vuole essere l'offerta di mercato per gli investitori italiani e internazionali.

⁵⁷ il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive; sezione 2.2; di Claudia Golino * (6 giugno 2014)

⁵⁸ Regolamento relativo alla nuova segmentazione del mercato e all'introduzione del segmento STAR, deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana il 26 luglio 2000 e approvato dalla Consob con Delibera n. 12744 del 5 ottobre 2000

⁵⁹ informazioni reperibili su Borsa Italiana SPA, STAR

1. *Il requisito della liquidità*: è richiesta una capitalizzazione compresa tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro, e un flottante almeno pari al 35% del capitale in essere. Al fine di garantire la liquidità del titolo, il Regolamento di Mercato, prevede che l'impresa emittente proceda alla nomina di un operatore specialista. Tale soggetto è incaricato principalmente di garantire una certa liquidità del titolo, attraverso il sostenimento della domanda di mercato in via continuativa e predefinita, secondo le quantità e i prezzi pattuiti nelle fasi addietro. In particolare, lo specialista procede all'elaborazione di proposte di acquisto e vendita, nelle quantità fissate e secondo uno spread⁶⁰ massimo.

2. *Il requisito della trasparenza informativa*: condizione necessaria richiesta alle società operanti sul segmento STAR è quella di redigere periodicamente dei documenti informativi attraverso cui si consente la trasparenza della situazione economico-patrimoniale dell'impresa e del mercato indirettamente. Si richiede la pubblicazione di una relazione con cadenza semestrale e la pubblicazione del bilancio e dei dati relativi, entro 90 giorni dalla sua chiusura. La trasparenza informativa è ulteriormente favorita dalla previsione di una figura apposita che si occupa di intrattenere i rapporti con la "comunità finanziaria", denominato "investor relator". È una figura predominante nel processo di quotazione e, al contempo, rappresentativa del nuovo modus operandi assunto dall'impresa, sancito dal passaggio dalla forma privata a quella di offerta pubblica. Tali processi hanno l'obiettivo di spingere la PMI alla massima disclosure, ovvero alla "selective disclosure", garantendo la trasparenza congiuntamente alla garanzia della qualità delle informazioni fornite. "L'investor relator è colui che deve riuscire a comunicare in modo sintetico e chiaro la realtà e il business aziendale; è il veicolo per creare e diffondere valore per tutti gli stakeholder, migliorando la qualità e l'efficienza del segmento di quotazione; rappresenta un elemento di valenza cruciale per le PMI che accedono al mercato per la prima volta, spesso caratterizzate da un elevato gap informativo e, pertanto, da un elevato livello di rischio percepito"⁶¹.

⁶⁰ Lo spread fa riferimento alla differenza tra il prezzo "ask" (di vendita) e il prezzo "bid" (di acquisto), in cui si sostanzia il profitto di un'operazione di compravendita di titoli.

⁶¹ IL MERCATO FINANZIARIO PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE TRA DIFFICOLTA' DELLA CRISI ECONOMICA E NUOVE PROSPETTIVE di Claudia Golino * (6 giugno 2014); op.cit

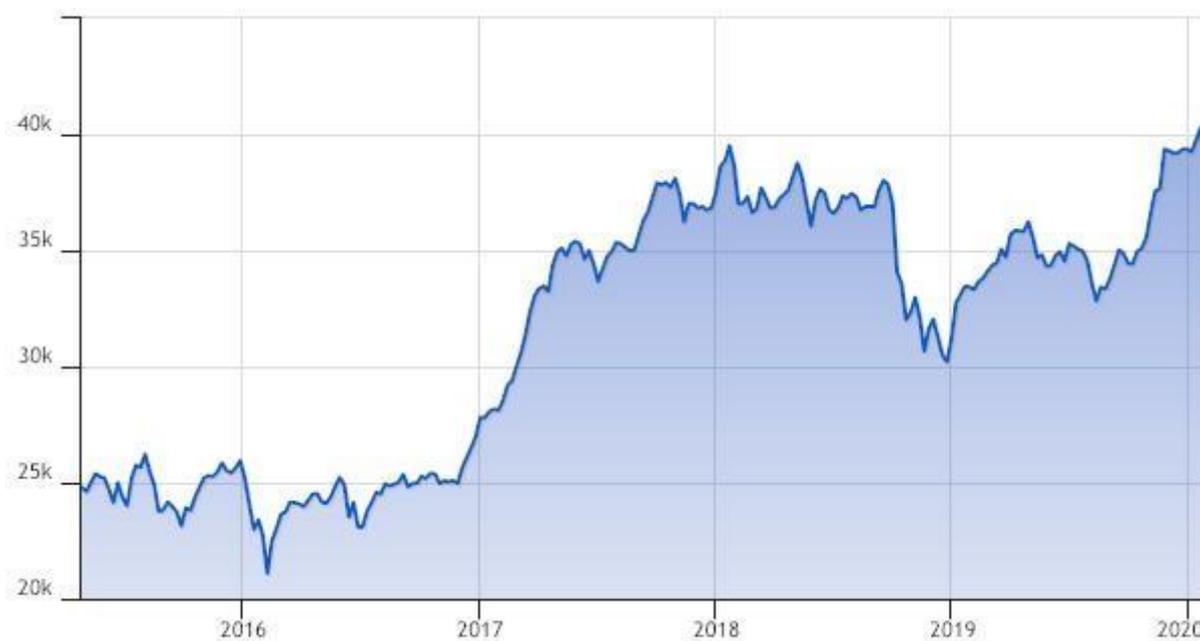
3. *Il requisito della corporate governance*: si tratta di un elemento fondamentale per garantire efficienza ed uniformità alla struttura dell'impresa che si accinge a quotarsi su STAR. Il modello di organizzazione societaria è dettato sulla base del “Codice di Autodisciplina” di Borsa Italiana, risalente al 1999; in particolare, è volto a garantire l'efficienza nella gestione dei processi, il contenimento dei rischi associati all'attività d'impresa e ai possibili conflitti d'interesse che possono insorgere tra gli stakeholder⁶². Il modello si sostanzia nella previsione di un organo ben definito, quale il “Comitato per il controllo interno”, formato da membri amministratori indipendenti che siano in grado di esercitare un'influenza all'interno dei processi decisionali. Tale organo collabora con il CDA, rispetto a quanto gli viene commissionato e ha il fine di garantire l'adeguatezza dei sistemi di controllo interni all'impresa. Al contempo, sono previsti alcuni riferimenti anche nel settore delle Risorse Umane: l'impresa è invitata a costituire sistemi di incentivazione per il personale, sulla base dei risultati raggiunti in termini di performance dell'impresa. Un risultato ottenibile attraverso i piani cosiddetti di MBO, ovvero (in inglese **management by objectives** o “management by results”, da cui le sigle **MBO** o **MBR**) un processo di valutazione basato sui risultati ottenuti dai dipendenti, rispetto a quelli pattuiti contrattualmente, e non sulle mere competenze del personale.

Le PMI quotate sul segmento STAR sono un numero relativamente contenuto, se lo si confronta con il numero di imprese quotate sugli altri indici di Borsa Italiana. Tuttavia, la cerchia di imprese quotatevi, mostra rendimenti decisamente positivi, che rendono la quotazione su STAR un elemento di successo.

⁶² Uno dei principali problemi a cui si fa riferimento è il c.d. “problema d'agenzia”, in cui si evidenzia una distinzione degli interessi dei soggetti proprietari da quelli dei gestori (manager)

Figura 3: “andamento valore indice FTSE Italia Star”;

Fonte: Teleborsa



Le performance evidenziate dal grafico di cui sopra, mostrano un andamento crescente del valore dell'indice FTSE Italia Star, rappresentativo dell'andamento del segmento nella sua interezza. Tali sono sicuramente attribuibili al valore insito delle aziende quotate, ma è indubbio ricondurle anche al mercato Star, a come esso è strutturato in termini di requisiti e visibilità. In particolare, secondo l'AIAF⁶³ l'obbligo di soddisfare i requisiti e disporre dei servizi, necessari per l'appartenenza a tale servizio, produce tre effetti positivi nelle tre dimensioni del capitale intellettuale:

- Rispetto al capitale relazionale, si riscontra un aumento delle possibilità di accesso al credito, grazie alla maggiore collaborazione con gli analisti finanziari e alla maggiore trasparenza informativa. Si evidenzia un tendenziale miglioramento della reputazione aziendale che va ad incidere positivamente nei rapporti della PMI con clienti e fornitori.
- Rispetto al capitale umano, le imprese quotate su STAR mostrano una maggiore capacità di attrarre e coinvolgere risorse qualificate, e al contempo una massimizzazione delle risorse già in essere grazie alle modalità di gestione del personale (incentivi legati alle performance dei dipendenti)

⁶³ Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria

- Rispetto al capitale strutturale, si evidenzia una maggiore efficienza operativa, amministrativa, economico-finanziaria. Si registra un tendenziale miglioramento degli asset aziendali in correlazione al perseguimento degli obiettivi rappresentati dai requisiti da rispettare.

3.5 AIM ITALIA

AIM ITALIA è stato presentato sui mercati finanziari italiani come un'espansione dell'omonimo AIM UK, operante da anni addietro sul mercato britannico. AIM è l'acronimo di "Alternative Investment Market", inaugurato il 19 luglio del 1995 dal London Stock Exchange e volto a permettere, così come specificato dal nome, la quotazione "alternativa": la novità del mercato è in riferimento alle società emittenti a cui AIM si rivolge, specializzando la propria attività nella quotazione delle "small, young and fast-growing companies"⁶⁴. Le società emittenti ammesse alla quotazione possono essere di piccole dimensioni o di recente costituzione grazie al regolamento in essere che non prevede limitazioni in termini di dimensione patrimoniale, di redditività o anzianità d'impresa. Il mercato AIM, infatti, oltre a proporsi come una piattaforma di quotazione e reperimento di risorse, vuole essere un mezzo per favorire e promuovere la crescita delle piccole imprese che ne fanno uso, sfruttando una politica aziendale fortemente orientata sull'attività di marketing e promozione delle quotazioni (e delle imprese emittenti). Grazie alla sua spiccata innovazione e alle sue favorevoli condizioni di quotazione, AIM presenta un numero di società affiliate ingente e in continua crescita: ad oggi ospita oltre 3600 società provenienti da tutto il mondo.

Il 1° dicembre 2008 è stato lanciato AIM Italia mutuato sull'esperienza e dal "know how" ottenuti in oltre 15 anni di attività dell'AIM UK, analoga piattaforma del mercato britannico, operante sulla Borsa di Londra. AIM si costituisce come un sistema multilaterale di negoziazione implementato e gestito da Borsa appositamente per le PMI ad alto potenziale di crescita. AIM Italia è stato presentato in Italia il 22 giugno del 2009 e il 1° marzo del 2012 è stato accorpato con il MAC, il Mercato alternativo dei capitali, con l'intenzione di proporre

⁶⁴ © 2010 ASSONEB (Associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa); Redattore: Francesco CESARINI, Davidia ZUCCHELLI, Bianca GIANNINI

un unico mercato che sia capace di raccogliere, esclusivamente, i processi di finanziamento attraverso la quotazione delle piccole e medie imprese. Rispetto al mercato borsistico tradizionale, AIM presenta un processo di ammissione molto più flessibile, tarato esclusivamente sulle necessità delle aziende; AIM è un canale di accesso diretto al mercato dei capitali volto a finanziare lo sviluppo dei business delle imprese piccole, innovative e ad alto potenziale di crescita. In particolare, l'offerta del mercato fa riferimento ad imprese appartenenti a differenti settori dell'economia nazionale con fatturato prevalentemente inferiore a 10 milioni di euro, un terzo delle quali inferiore ai 5. AIM Italia accoglie circa un terzo delle aziende quotate in Borsa in Italia; al 31 dicembre 2019, AIM conta 132 società quotate con un giro d'affari nel 2019 pari a 5,2 miliardi di euro, una capitalizzazione di 6,6 miliardi di euro e una raccolta di capitali in IPO pari a circa 3,9 miliardi di euro, di cui, in media, il 93% proveniente da nuova emissione di titoli⁶⁵. Tra le operazioni più recenti si evidenzia la quotazione di Cyberoo che verrà analizzata più in dettaglio nel capitolo successivo e potrà essere presa ad esempio per valutare la capacità di accrescere il potenziale di sviluppo dell'impresa grazie alla quotazione sul mercato AIM in particolare. Lo studio periodicamente condotto da IR Top Consulting, osservatorio ufficiale di AIM Italia e centro di analisi di riferimento per i mercati azionari che hanno come protagonisti le PMI, mette in mostra il grande successo ottenuto da questa nuova piattaforma di mercato; si evidenzia una crescita costante ed esponenziale delle società quotate, grazie ad un numero sempre maggiore di PMI che ne fanno riferimento, facendo di AIM il primo hub finanziario europeo per la raccolta di nuove quotazioni nel 2019. Durante lo scorso anno, infatti, su AIM si sono registrate ben 35 nuove ammissioni alla quotazione, di cui 31 IPO e 4 post business combination⁶⁶, per una raccolta complessiva associata che ammonta a 207 milioni di euro circa. Si sta assistendo, inoltre, al contestuale aumento dei tagli unitari delle operazioni: nel 2019 ad ogni operazione di quotazione si fa riferimento, in media, alla raccolta di capitale per 6 milioni di euro, per una dimensione delle aziende di 21 milioni di euro, con riferimento al fatturato medio.

⁶⁵ Osservatorio AIM-IR Top Consulting; AIM Italia focus 2019; analisi IPO 2019 – raccolta capitali – dati e statistiche, Milano, 8 gennaio 2020

⁶⁶ "business combination" o aggregazione aziendale, è un'operazione in cui l'acquirente ottiene il controllo di un'altra azienda. È un processo molto comune per le aziende che abbiano l'obiettivo di crescere in termini dimensionali e di asset produttivi.

Figura 4 – IPO nel 2019 in EU; AIM Italia primo hub finanziario in UE

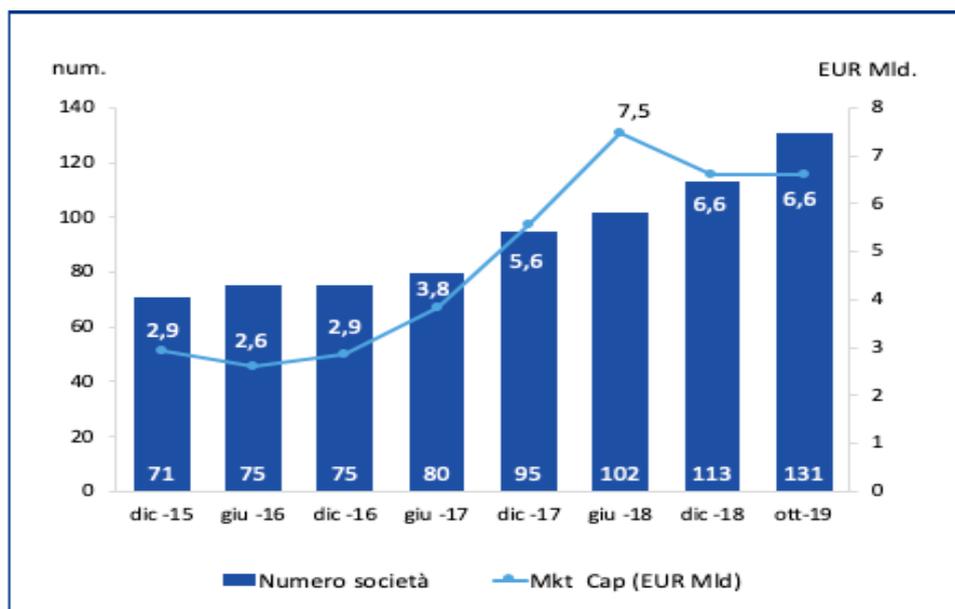
MERCATO	IPO	%
Italia	35	26%
Svezia	33	25%
Francia	10	8%
Norvegia	9	7%
Germania	6	4%
Svizzera	4	3%
Austria	4	3%
Danimarca	4	3%
Altri Paesi EU	28	21%

Fonte: rielaborazioni IR Top Consulting su dati Factset e LSE Group al 31 Dicembre 2019

La raccolta complessiva ammonta a 4,6 miliardi di euro, includendo anche le operazioni sul mercato secondario. Si registra una concentrazione in termini di raccolta di capitale e numero di società con particolare riferimento ai settori dell'Industria (17%), della Tecnologia (17%) e della Finanza (16%).

Le regioni maggiormente presenti su AIM sono: Lombardia (41%), Emilia-Romagna (14%), Lazio (11%) e Veneto (8%). Il mercato AIM conta 48 PMI innovative. In 10 anni sono approdate su AIM Italia 183 società.

Figura 5, “numero di società quotate all’AIM e capitalizzazione di mercato”,



Fonte: Borsa Italiana

AIM Italia, oltre a prospettarsi come un innovativo mezzo di finanziamento, garantisce un’elevata visibilità a livello internazionale per le imprese che vi ricorrono. Il mercato è predisposto principalmente per la negoziazione di titoli azionari; è prevista, seppure in quantità e modalità meno ricorrenti, la trattazione di titoli quali “warrant” e “obbligazioni convertibili”, a condizione che siano rispettate le norme previste in materia. La negoziazione dei titoli si svolge secondo le modalità di asta a negoziazione continua secondo le seguenti fasi⁶⁷:

- 08.00-09.00→una fase di asta iniziale, di “apertura”, che si articola nelle fasi di:
 1. determinazione del prezzo teorico d’asta d’apertura in fase di pre-asta;
 2. L’apertura nella quale vengono conclusi i contratti.
- 09.00-17.30→ la negoziazione continua nel corso della giornata; i contratti vengono eseguiti quando gli operatori trovano le intese sugli ordini.
- 17.30-17.35→ una fase finale, denominata asta di chiusura, articolata nelle fasi di:
 1. Una pre-asta in cui viene determinato e validato il prezzo di chiusura;
 2. La fase di chiusura in cui vengono conclusi gli ordini e i contratti di giornata.

⁶⁷ L’Alternative Investment Market Italia (AIM Italia), Luciano M. Quattrocchio, Bianca M. Omegna, 2015

Con riferimento alla domanda di mercato, AIM si prospetta come un mercato accessibile solo agli investitori qualificati, in fase di prima negoziazione, e solo in fase di rivendita prevede l'accesso alla negoziazione agli investitori retail. Le categorie di soggetti che sono ammessi alla fase di collocamento nell'ipotesi di offerta al pubblico, e i relativi requisiti, sono gli stessi indicati da Borsa Italiana con riferimento agli altri mercati da essa regolati. Dopo che è avvenuta una prima quotazione del titolo possono liberamente negoziare le azioni in circolazione anche gli investitori retail, su quello che si prospetta ora come un mercato secondario dei titoli.

La liquidità del mercato viene, in parte, agevolata proprio dai piccoli investitori, che grazie all'intermediazione dei broker e delle banche, hanno accesso all'acquisto, o alla vendita dei titoli azionari di AIM Italia.

Come definito dal TUF⁶⁸, l'AIM non si prospetta come un mercato regolamentato, ma si definisce solo "regolato" (exchange regulated) in quanto la supervisione spetta a Borsa Italiana stessa. In particolare, la disciplina di mercato predisposta da Borsa Italiana si articola secondo due regolamenti principali: il "Regolamento Emittenti" definisce la procedura di ammissione, con i relativi requisiti, e gli obblighi che devono contraddistinguere l'azione e la struttura dell'emittente in tutto il periodo di negoziazione. Il secondo regolamento è definito "Regolamento Nomad" stabilisce i criteri di ammissione, l'attività e il ruolo che caratterizzano la figura del Nomad stesso: il "Nominated Adviser" è un consulente che supporta le società che decidono di ricorrere alla quotazione su AIM, assistendole nella realizzazione degli adempimenti necessari, promuovendo la trasparenza delle informazioni fornite e tutelando la reputazione del mercato e delle imprese stesse. Entrambi i testi normativi sono stati redatti sulla base degli analoghi utilizzati per regolamentare AIM UK, con alcune modifiche necessarie per rendere il contesto normativo più coerente con il panorama industriale italiano.

Non essendo un mercato regolamentato, l'ammissione sull' Alternative Investment Market italiano, non è soggetta al rispetto di alcun requisito minimo rispetto al livello di capitalizzazione, al profilo del governo societario o a specifici requisiti economico-finanziari. La valutazione dell'impresa, non essendo dunque soggetta ad un complesso di regole predeterminate, è affidata al Nomad, che definisce la dimensione e i caratteri ideali delle società ammissibili alla quotazione⁶⁹. Il Nomad, nel corso degli incontri preliminari, procede

⁶⁸ art.1, comma 1, let. w-ter; d.lgs 24 febbraio 1998, n.58 TUF

⁶⁹ <https://www.borsaitaliana.it> § Borsa Italiana S.p.a., "Il mercato per fare impresa, AIM Italia"

alla valutazione del potenziale riscontro che l'impresa avrà da parte degli investitori del mercato, sulla base del generale andamento del ciclo economico, del settore in cui opera l'impresa, delle prospettive di crescita e di generazione di profitti dell'impresa. Una volta valutati tali aspetti, al Nomad è demandata la consulenza sulla possibilità di ottenere una quotazione di successo da parte dell'impresa candidata. Sono previsti soltanto pochi e relativamente ostativi requisiti minimi di ammissione all'AIM Italia:

- La presenza del Nomad si costituisce come requisito fondamentale, e deve caratterizzare l'operato impresa dalla fase di pre-ammissione a quella di post-quotazione, in maniera continuativa e inderogabile
- Non è prevista alcuna soglia, minima o massima, in termini di capitalizzazione della società candidata
- L'inizio delle negoziazioni è condizionato dal raggiungimento di una predeterminata soglia minima di flottante, in termini di azioni presenti sul mercato, almeno pari al 10%; tale importo deve essere suddiviso tra almeno 5 investitori professionali, in alternativa 10 investitori di cui almeno 2 professionali.
- Non sono previsti, come accennato, dei requisiti in tema di corporate governance
- Non sono previsti, come accennato, requisiti economico-finanziari specifici

Non essendo un mercato regolamentato non è richiesta, in fase iniziale, la pubblicazione di un prospetto informativo, salvo l'eventualità in cui si proceda ad un'offerta rivolta alla totalità degli investitori agenti su AIM. Nonostante ciò, in fase di ammissione, è demandato alla società candidata l'onere di predisporre un documento di ammissione; si tratta di una relazione in cui l'impresa deve fornire tutte le informazioni relative all'attività delle società, al management, agli azionisti e ai dati economico-finanziari della stessa. La predisposizione del documento deve avvenire seguendo lo schema di prospetto previsto dal "Regolamento 809/2004/CE in relazione all'attuazione della "Direttiva Prospetti".

Per un corretto ed efficiente funzionamento del mercato, AIM Italia prevede la presenza di diverse figure che affiancano la società nel processo di quotazione: il già citato Nomad, il "Global coordinator", lo specialista e altri consulenti che operano nelle varie aree di gestione aziendale.

La figura preponderante è sicuramente quella del "Nominated Advisor, che si occupa di garantire il buon funzionamento del mercato, valutando le aziende quotabili e proteggendo la

reputazione e l'integrità delle stesse e del mercato nel suo complesso. Ad esso sono demandate le attività di:

- Valutazione dell'idoneità e adeguatezza della società ai fini dell'ammissione
- Garantire il rispetto dei requisiti, degli adempimenti e delle procedure previste ai fini della quotazione
- Valutazione della società e realizzazione dell'attività di "Due Diligence"⁷⁰
- Verifica dell'integrità e della coerenza con le prospettive di mercato del business plan dell'impresa
- Elaborazione dell'"information memorandum"⁷¹ e predisposizione del documento d'ammissione
- Gestione del processo di quotazione nella sua interezza, con riguardo alla determinazione della tempistica ottimale in cui questa deve avvenire

L'attività del Nomad si concretizza, quindi, non solo in una mera attività di vigilanza in relazione al rispetto dei requisiti di AIM Italia, ma nell'attività di consulenza nei confronti delle imprese attraverso la fornitura di pareri e indicazioni che guidino le PMI nel processo. Affinché possa porre in essere tale attività, il Nomad deve assumere tale qualifica previa autorizzazione di Borsa Italiana, con successiva iscrizione nell'apposito registro. Per assumere tale qualifica è necessario che la società in questione sia:

- a) Una società costituita in forma di SPA, nota al mercato per la sua adeguata professionalità
- b) una società che opera nel settore del "corporate finance" da un periodo di almeno due anni, con esperienze e un numero rilevante di operazioni realizzate
- c) costituita da un numero dipendenti sufficiente per la realizzazione efficiente ed efficace dell'attività per cui si propone
- d) essere dotata di adeguate e rinomate "key executive"⁷²

⁷⁰ attività di investigazione e di approfondimento di dati e di informazioni relative all'oggetto di una trattativa. Il fine di questa attività è quello di valutare la convenienza di un affare e di identificarne i rischi e i problemi connessi, sia per negoziare termini e condizioni del contratto, sia per predisporre adeguati strumenti di garanzia, di indennizzo o di risarcimento

⁷¹ L'Information Memorandum è un documento di presentazione dell'attività aziendale, delle sue caratteristiche e dei suoi punti di forza e serve all'azienda per proporsi a potenziali investitori di capitale o finanziatori

⁷² il key account manager, o key executive, svolge un ruolo chiave all'interno della propria azienda. Egli, infatti, è solito prendersi cura dei clienti più importanti e assumersi le responsabilità connesse alle vendite, ai profitti e al successo globale della società

e) capace di realizzare gli adeguati controlli previsti dal regolamento Nomad

Il Nomad, in definitiva, può essere costituito da una banca d'affari, un intermediario finanziario o una società che opera sul mercato caratterizzandosi prevalentemente dall'attività di corporate finance. I suddetti operatori sono, infatti, definiti idonei alla realizzazione delle attività tipiche del Nomad su AIM Italia.

La società in procinto di quotazione deve ricorrere ad un Global Coordinator Broker, ovvero un intermediario preposto alla collocazione dei titoli sul mercato. Tale deve essere iscritto nel "registro dei Nomad", e attua il suo compito attraverso l'individuazione di una clientela target per l'impresa, la definizione di un prezzo adeguato al valore dell'azienda e al sentiment del mercato, e l'implementazione della strategia di "investor relations" più efficace da adottare. È dunque il soggetto preposto alla cura dei rapporti nel cosiddetto "roadshow" in cui gli investitori potenziali mostreranno il loro interesse. Si occupa, inoltre, della definizione di una strategia di marketing che meglio può catturare l'interesse del mercato, aumentando l'appeal della PMI. In generale, possiamo dire che il Global Coordinator assiste l'impresa nel processo di IPO, curandone tutti gli aspetti correlati, con particolare riguardo alle attività di bookbuilding e la definizione del valore della società emittente e del correlato prezzo di quotazione delle azioni, sulla base dei feedback ottenuti in fase di roadshow.

Altra figura obbligatoriamente prevista dal regolamento di AIM Italia, al fine di garantire la liquidità dei titoli, una volta che la società è ammessa alle negoziazioni, è quella dello Specialista. Lo specialista ha essenzialmente il compito di effettuare l'attività di *market maker*: acquistare i titoli nel momento in cui il mercato vende e venderli nel momento in cui il mercato acquista. Si impegna, così, a sostenere la liquidità del titolo e a esporre continuamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a un massimo concordato e per un quantitativo giornaliero fissato.

Oltre a queste tre figure principali e indispensabili per la quotazione delle PMI su AIM Italia, è contemplata la presenza di diverse figure di consulenza che possono efficientare e coordinare il processo, e caratterizzare l'impresa da maggiore professionalità e appetibilità

per i potenziali investitori. Si prefigura così un gruppo di consulenti assemblabili a seconda delle esigenze delle società e della complessità dell'operazioni in essere:

-l'Advisor finanziario è il soggetto indipendente esperto di mercati del capitale e finanza aziendale che affianca la PMI nel progetto di quotazione.

-l'Advisor legale ha il compito di consigliare l'impresa su tutti gli aspetti legali e contrattualistici, nei confronti di Borsa Italiana e di tutti i soggetti operanti su AIM.

-l'Advisor fiscale cura l'analisi della situazione contabile e fiscale dell'impresa, l'accertamento del Bilancio e del Conto Economico, e la regolarità dei libri contabili.

-le investor relations (IR), sopraccitate, comprendono tutte le attività di comunicazione con gli investitori correnti e potenziali. Un'attività di fondamentale importanza per il buon esito della quotazione e per la massimizzazione del valore dell'impresa.

3.6 I vantaggi associati alla quotazione su AIM Italia

La quotazione su AIM Italia rappresenta un potenziale punto di svolta per la vita della PMI; è una scelta di finanziamento in primis, ma soprattutto una scelta strategica nell'ottica della gestione aziendale, che permette all'impresa di ricevere un impulso alla struttura e al suo "modus operandi"⁷³. Le aziende possono ricevere uno stimolo volto ad innescare un circolo virtuoso: l'elaborazione di rinnovati business plan, necessari per ottenere credibilità sul mercato; il miglioramento della sua capacità competitiva correlata e, per finire, l'ottenimento delle risorse finanziarie necessarie alla realizzazione del processo produttivo.

"Why join a public market? Deciding to join a public market is a major milestone in the history of your company. It is important to make the right choice as this can have a big impact on the future success of your organisation".⁷⁴

⁷³ La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale; A Lambiase - 2016 - books.google.com

⁷⁴ Brochure AIM, © January 2006 London Stock Exchange plc, London EC4M 7LS.

È una scelta da tener presente per le società di dimensioni rilevanti, seppur da doversi considerare PMI, che abbiano l'obiettivo di massimizzare i benefici a cui sono proiettate grazie ad una potenziale crescita del business. Altri segnali che inducono una PMI alla quotazione sul mercato AIM derivano innanzitutto dal “sentiment di mercato”⁷⁵ stesso; il mercato può essere meglio predisposto a ricevere nuove offerte, quindi gli investitori sono disposti a finanziare le società che necessitano di capitale. Ulteriore aspetto da considerare è il settore di riferimento: se in ascesa, un'eventuale quotazione può ridurre i tempi di crescita, permettendo di guadagnare una quota mercato maggiore. Il mercato AIM è composto prevalentemente da investitori istituzionali; un aspetto chiave è la volontà nel mantenere le azioni fino alla realizzazione del progetto annunciato in fase di Ipo, non considerando fermamente il gain sulla vendita delle azioni anticipatamente.

In più da quando sono nati i Pir (43)⁷⁶ – inizio 2017– i fondi hanno aumentato la loro esposizione sul mercato AIM, arrivando a detenere un 25% del segmento di riferimento.

Il processo di quotazione rimane un'operazione molto delicata e decisiva nell'apportare cambiamenti compromettenti alla struttura aziendale. Tuttavia, l'evidenza empirica del mercato AIM per le PMI ha dato dimostrazione di come gran parte di queste mutazioni possano avvenire in meglio, apportando degli sviluppi all'efficienza e all'efficacia dell'impresa. Diversi sono i vantaggi individuabili dalla quotazione su AIM, in seguito ne passeremo in rassegna i più importanti. Possiamo dividere gli interessi che spingono le imprese alla quotazione in cinque aree che cataloghiamo i vantaggi associati:

⁷⁵ Gli investitori tendono ad assumere decisioni, in termini di investimento, dettate dai sentimenti di paura, pessimismo o, viceversa, di ottimismo e fiducia. La reazione emotiva, dei trader in primis, condiziona l'andamento delle attività nel mercato finanziario.

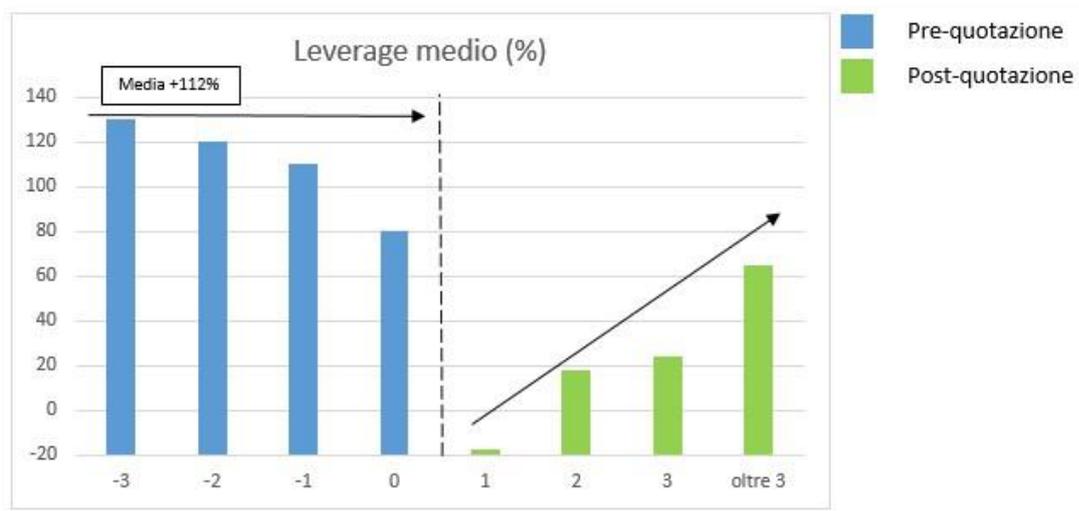
⁷⁶ (43) I piani individuali di risparmio (o PIR), introdotti dalla legge di bilancio 2017, sono stati creati come forma di investimento a medio termine, capace di veicolare i risparmi verso le imprese italiane, e in particolare verso le piccole e medie imprese. Ai risparmiatori viene garantita, se il programma viene mantenuto per 5 anni e vengono soddisfatte le altre condizioni, la completa esenzione dalla tassazione

La crescita e lo sviluppo della struttura e dell'organizzazione dell'impresa:

è sicuramente uno dei maggiori e più evidenti vantaggi che si riscontrano in una società che si accinge a quotarsi. Nello specifico, la crescita si realizza attraverso la ricerca (e il più probabile successo nel farlo) e il reperimento di nuove fonti finanziarie volte al sostentamento dei business plan. La crescita si sostanzia nell'ottimizzazione della struttura finanziaria in termini di diversificazione delle fonti di finanziamento e della graduale raccolta di capitale, che si sviluppa in funzione della crescita e dell'appeal dell'impresa stessa⁷⁷. Emerge con forte evidenza che la presenza di un'impresa su un mercato come AIM permette alla stessa di accedere a strumenti di raccolta che sono preclusi alle società non quotate; inoltre, il processo consente di collocare molto più facilmente i propri strumenti finanziari. In linea generale, si riscontra una minore dipendenza dell'impresa dalle fonti di finanziamento esterne, e dunque dai creditori. Si assiste al raggiungimento di un'organizzazione interna più strutturata che garantisce il riequilibrio della struttura finanziaria. Il raggiungimento di un giusto equilibrio tra *debt* ed *equity* consente un miglioramento dello *standing* creditizio e una conseguente riduzione del costo complessivo del capitale dell'impresa. La figura di cui sotto evidenzia il miglioramento del leverage dell'impresa.

⁷⁷ Bianchi F., "Come le PMI possono quotarsi in borsa nell'AIM", PMI, 2011

Figura 6; “Leva finanziaria media nel periodo prima e dopo la quotazione”



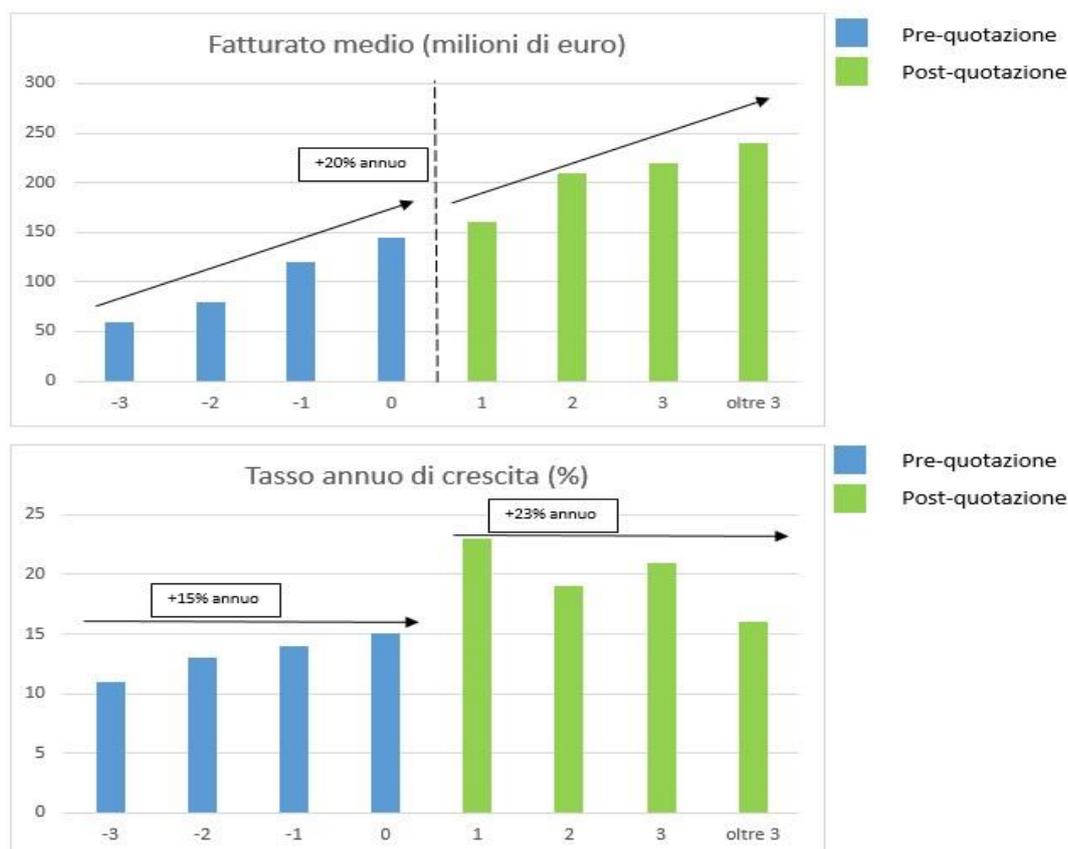
Fonte: Borsa Italiana

La crescita della dimensione dell'impresa

è uno degli obiettivi perseguiti attraverso l'utilizzo delle risorse finanziarie che vengono raccolte con il collocamento dei propri titoli sul mercato azionario; la crescita si sostanzia, non solo nella presenza del nuovo canale di reperimento delle fonti, ma anche dal fatto che il valore della società quotata viene costantemente aggiornato in tempo reale, assumendo un valore riconosciuto da tutti gli investitori professionali operanti nel mercato. In presenza dei nuovi capitali, l'impresa ha maggiore propensione allo sviluppo di nuove linee di business in termini produttivi o distributivi. E' evidente come i processi di acquisizione, fusione e implementazione di progetti congiunti con altre imprese siano fortemente favoriti⁷⁸. Le figure di cui sotto, sono una rappresentazione di come prima e dopo la quotazione in borsa cambino il *fatturato medio* e il *tasso di crescita annuo* (studio condotto da *Borsa Italiana*).

⁷⁸ Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane; C Arlotta, F Bertolotti, A Boccia, EC Negozio, C Pesaro- 2012 - books.google.com

Figura 7,8: “Fatturato medio e tasso di crescita annuo prima e dopo la quotazione”



Fonte: Borsa Italiana

Il rafforzamento della struttura organizzativa e il miglioramento degli asset aziendali

Risulta come un passo essenziale da dover affrontare per un'impresa che si accinge a quotarsi, in particolare per rispettare le richieste indispensabili, soprattutto di carattere informativo, che il mercato finanziario prevede. Da un punto di vista prettamente organizzativo è importante che venga potenziata tutta l'area amministrativa e, in particolare, è opportuno che si costruisca una squadra di *manager* efficiente e motivata; si determinano delle nuove esigenze in termini di incentivi e motivazioni nei confronti dei dipendenti in essere, in modo tale da rendere l'azienda più appetibile nell'attrarre nuove risorse più qualificate ed esperte. Quando possibile, è anche il caso di separare le funzioni di *manager* da quelle di imprenditore, per ovviare alle evidenti lacune manageriali che caratterizzano “l'imprenditore medio” della PMI italiana. Dopo di che pervengono una

serie di necessità di non inferiore importanza come, ad esempio: dotare l'impresa di adeguate capacità tecniche strumentali alla gestione, alla pianificazione e al controllo⁷⁹; aumentare la trasparenza amministrativa; creare delle funzioni specifiche per i rapporti con l'esterno; mettere in atto dei piani di incentivo per il *management* (mediante, ad esempio, le *stock option*) e così via.

Il miglioramento dell'immagine aziendale e della percezione esterna del brand:

è l'effetto di natura commerciale più rilevante che impatta sulla società nel periodo di post-quotazione. Le società, una volta quotate, acquisiscono il vantaggio di apparire agli occhi degli investitori come più affidabili e, di conseguenza, ad esse è spesso ricollegata una valutazione di minore rischiosità del *business*. Ciò deriva in larga parte dalla trasparenza imposta dai mercati finanziari e dalla loro riconoscibilità tra le istituzioni operanti sui mercati. Inoltre, la nuova posizione assunta su AIM, garantisce una rinforzata capacità contrattuale con clienti e fornitori, che si sostanzia nel miglioramento della posizione di mercato dell'impresa. La minore rischiosità percepita relativa all'azienda permetterebbe anche il reperimento, nel caso di bisogno, di *capitale di credito* a tassi di interesse più bassi e vantaggiosi. Ne deriva un rafforzamento dello standing aziendale, grazie al ritorno mediatico che fa della quotazione in *Borsa* una forte leva di *marketing*.

I vantaggi diretti all'azionista possono essere a loro volta suddivisi in:

- *Maggior controllo del valore dell'impresa*. Il valore di ciascun titolo infatti è continuamente aggiornato sul mercato finanziario e reso noto al pubblico di investitori che monitora il costo e la sua evoluzione nel tempo;
- *Liquidità dell'investimento*. La quotazione consente ai portatori di titoli di monetizzare il proprio investimento in tempi brevi, oltre a delineare una possibilità di *way out* per il partecipante alla detenzione di capitale che volesse defilarsi

⁷⁹ AIM Italia e quotazione delle PMI; Minori regole e maggiori possibilità di successo; Farragina, Mancaruso, Palmas

dall'esercizio di una partecipazione attiva all'interno dell'impresa. La quotazione è anche il modo attraverso cui i *private equity investor* usano disinvestire le proprie attività nelle imprese che hanno sostenuto;

- *Agevolazione del passaggio generazionale*. La quotazione consente la liquidazione delle quote di proprietà appartenenti agli "imprenditori di famiglia" che desiderino defilarsi dalla gestione dell'azienda.

3.7 i limiti della quotazione su AIM Italia

Una volta passati in rassegna tutti i vantaggi che contraddistinguono il ricorso all'AIM, sarebbe legittimo ritrovare un'incongruenza rispetto a quelle che sono le società effettivamente quotate e al volume di scambi trattato rispetto alla totalità del mercato delle PMI. Ad oggi, il ruolo di AIM Italia rimane marginale se lo si confronta con l'intero panorama industriale e agli importi correlati. Dopo un primo periodo iniziale di rodaggio, le IPO hanno subito un'accelerazione a partire dal 2014, che hanno portato volumi di capitale raccolto attraverso AIM allo 0,03% dei prestiti concessi ogni anno dal sistema bancario. Né la presenza del nuovo mercato ha inciso, al di fuori di alcune realtà, in maniera importante sugli assetti proprietari: la possibilità di tenere il flottante al 10%, ha indotto gli imprenditori a tenere il controllo sull'impresa e sul capitale, senza incorrere nell'auspicata perdita di controllo, di cui si è spesso parlato, e che consta in uno dei maggiori limiti della gestione aziendale delle PMI italiane. La possibilità di non delegare la gestione, mantenendo il controllo dell'impresa, si riflette in una minore propensione all'apporto di innovazioni di governance finalizzate alla crescita e all'apertura dei mercati. Un altro problema molto influente sull'andamento dell'AIM, e quindi sul suo successo, fa riferimento al basso volume di transazioni giornaliere che lo caratterizzano e dunque alla illiquidità che contraddistingue i titoli trattati. Per i primi 10 anni di vita di AIM, si è assistito ad una negoziazione limitata, esigua, con transazioni ridotte al lumicino, che determinavano una scarsa liquidità dei titoli e, di conseguenza, riscontravano un basso appeal per gli investitori istituzionali. Gli operatori attivi sul mercato sono stati davvero pochi, e anche quando sono attivi questi, le transazioni fanno riferimento ad importi unitari molto ridotti. La carenza di liquidità si trasmette inevitabilmente in un altro fattore che spaventa e allontana gli investitori, quale la volatilità

dei titoli: è sufficiente, in tale contesto, una transazione riguardante un considerevole pacchetto di titoli per generare delle forti fluttuazioni di prezzo che mettono in pericolo il valore aziendale e quello dell'investimento correlato. Il problema della domanda di mercato risulta quindi molto influente, e può essere ricondotto principalmente a due fattori:

- La meno stringente materia in termini di vigilanza sull'andamento delle imprese: il fatto che non siano obbligate a pubblicare dei resoconti trimestrali rende meno appetibile l'investimento; gli investitori istituzionali, devono infatti, incorrere in maggiori costi derivanti da necessarie analisi sugli andamenti delle imprese, sulle situazioni economico-finanziarie, che scoraggiano l'investitore dalla negoziazione, visto che l'offerta di mercato è vasta, e basta girare l'angolo per trovare soddisfatti i requisiti suddetti;
- La prevalenza di fondi di investitori nazionali determina una meno diversificata composizione della domanda, che rende il mercato meno dinamico e propenso all'acquisto. Gli investitori esteri costituiscono solo una piccola parte ed hanno un'influenza marginale nel volume di negoziazione di AIM. Questo aspetto risulta molto limitante per il segmento italiano di AIM, rispetto agli analoghi dei mercati finanziari maggiori.

«Non c'è un problema sull'Aim. Possiamo migliorare i regolamenti all'infinito, ma se si vuole un mercato con regole più semplici per favorire la quotazione in Borsa delle Pmi bisogna accettare una componente maggiore di rischio. I mercati di questo tipo hanno ormai la stessa filosofia in tutta Europa e gli investitori lo sanno. Per questo prendono contromisure: maggiore cautela, maggiore analisi». ⁸⁰

AIM è un mercato caratterizzato da alto rischio e da basse garanzie se si considerano tutti gli aspetti sopracitati, e se lo si confronta con il listino principale di Borsa Italiana. Tra i caratteri principali del mercato, ce ne sono alcuni che dovrebbero essere necessariamente migliorati per garantire una maggiore competitività dell'offerta:

- 1) Sarebbe necessario aumentare il numero di investitori a cui AIM si rivolge, cercando quindi di allargare la domanda di mercato, spostando la curva verso destra e ottenendo, presumibilmente, un aumento delle quantità di azioni domandate. La

⁸⁰ Raffaele Jerusalmi, amministratore delegato di Borsa Italiana, 31/10/19

maggior disponibilità ad acquistare non potrebbe che favorire la liquidità del mercato, finendo per aumentare la capacità delle imprese di ottenere risorse e contenere la volatilità implicita nei titoli stessi

- 2) Si potrebbe aumentare l'appetibilità del mercato mediante l'implementazione di incentivi normativi e fiscali, che rendano l'investimento in titoli di PMI quotate su AIM maggiormente vantaggiosi, soprattutto se confrontati con le analoghe condizioni dei mercati concorrenti
- 3) Favorire una maggiore collaborazione da parte dei soggetti imprenditori a capo delle imprese emittenti, soprattutto in termini di trasparenza informativa e di pubblicazione dei principali obiettivi aziendali⁸¹

Se si considera un paragone con il mercato AIM UK, considerato “the most successful growth market in the world”, dove la quotazione interessa 3600 imprese ed una raccolta di capitali che supera i 60 miliardi di euro, appare evidente che gli obiettivi prefissati da AIM Italia risultano soltanto in parte raggiunti.

In pratica, dopo un inizio positivo, incoraggiante e apprezzabile con il lancio di AIM Italia e le prime esperienze di quotazione, è il momento di incidere sulle caratteristiche e modalità del mercato, in modo da eludere le principali criticità sopracitate. Il miglioramento di alcuni processi associati alla quotazione su AIM sono alla base della crescita del mercato e delle imprese che ve ne fanno riferimento. L'obiettivo deve essere raggiunto volgendo uno sguardo più che critico all'odierna composizione di AIM, con l'intenzione di evitare che la quotazione su questa piattaforma risulti solo una forma di pubblicità per le imprese; nulla togliendo alla funzione di miglioramento della percezione del brand dell'impresa grazie alla quotazione, è necessario che venga privilegiata la funzione di canale di finanziamento per le PMI, per la quale l'AIM è stato creato.

Al fine di garantire un'analisi maggiormente esplicativa e completa, di seguito sono presentati gli svantaggi principali che vengono associati al finanziamento mediante la quotazione dell'impresa e la correlata emissione di titoli partecipativi sui mercati⁸²:

⁸¹ Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio di Anna Gervasoni Sattin Fabio L. edito da Guerini Next, 2015”

⁸² AIM Italia e quotazione delle PMI, Op.cit

- a. l'aumento della possibilità che il controllo dell'impresa passi dagli imprenditori proprietari, agli investitori (fondi d'investimento e private equity, tra gli altri) mediante l'acquisto dei titoli partecipativi emessi sul mercato di riferimento;
- b. necessaria scissione tra il patrimonio personale dei soggetti proprietari e quello riconducibile al capitale sociale dell'impresa;
- c. l'assunzione di maggiori e più vincolanti impegni da parte dei soggetti proprietari dell'impresa nei confronti del mercato e dunque, del pubblico degli investitori potenziali;
- d. la necessità di procedere all'elaborazione e alla pubblicazione dei prospetti informativi, così come definiti dai regolamenti del mercato di appartenenza
- e. il sostenimento di costi, in termini di costi fissi e iniziali, necessari all'implementazione dei requisiti e delle procedure di accesso al mercato;
- f. dotarsi, come condizione necessaria alla quotazione sul mercato, di una struttura, o potenziarla nel caso sia già implementata, al fine di fornire informazioni economico-finanziarie al mercato, rispetto alla situazione dell'azienda

Si rende evidente l'invasività del processo di quotazione nei confronti della struttura dell'impresa in primis, passando, presumibilmente per l'implementazione di una nuova strategia aziendale. Il cambiamento sostanziale deve, inoltre, avvenire rispetto all'approccio e alle modalità di "fare impresa", impattando quella che è la cultura aziendale e la "forma mentis" dell'imprenditore stesso. Emerge come sia necessaria un'adeguata preparazione tecnica e psicologica per sostenere un processo di questa portata, al fine di minimizzare gli svantaggi presunti associati.

3.8 Il processo di quotazione su AIM: IPO, fasi e requisiti

L' Initial Public Offer è il processo mediante cui una società, alla ricerca di nuove risorse finanziarie, emette per la prima volta azioni partecipative su di un mercato regolamentato. Il collocamento delle azioni in capo agli investitori determina due effetti che vanno a soddisfare gli interessi di entrambe le controparti: l'impresa ottiene nuovo capitale, tendenzialmente a lungo termine, per porre in essere la sua attività; l'investitore, al contempo, realizza un

investimento che gli permette di entrare a far parte della “proprietà” dell’impresa, correlando i propri profitti al rendimento della stessa.

Il processo di IPO che verrà preso in esame, fa riferimento alla quotazione su un mercato specifico, quale AIM Italia e dunque riguarda quelle imprese classificabili, secondo la normativa, come PMI. Si tratta, dunque, di un’eventualità specifica e peculiare rispetto alla varietà del mercato e dei numerosi segmenti che lo compongono. Si evidenzia un’estrema semplificazione del processo previsto da AIM, soprattutto se confrontato con le piattaforme concorrenti, quali MTA STAR e STANDARD. Nel grafico di seguito sono riportate differenze e analogie nelle differenti previsioni rispetto ai requisiti più importanti del processo di quotazione; in particolare: flottante, informativa, norme contabili, documenti necessari, tipologia e quantità di offerte, corporate governance e soggetti advisor consultabili.

Figura 9, Requisiti formali in fase di IPO – Mercati a confronto

	MTA		AIM Italia
	STANDARD	STAR	
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati richiesti	3	3	1
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Forma di offerta	Istituzionali/retail	Istituzionali/retail	Prevalenza istituzionale (min.5 investitori detentori 10% del flottante)

Documenti necessari	1) Prospetto informativo 2) SCG ⁸³ 3) Piano industriale	1) Prospetto informativo 2) SCG 3) Piano industriale	Documento di Ammissione
Market cap	>40 mln euro	40 mln < x < 1 mld	Nessun requisito formale
CDA	Raccomandato ⁸⁴	Obbligatorio ⁸⁵	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Renumerazione	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Forme di incentivazione al Top management	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Investor Relator	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale

⁸³ Borsa Italiana definisce il Memorandum sul SCG “il documento di sintesi finalizzato a descrivere il Sistema di Controllo di Gestione della società”

⁸⁴ Il requisito è sancito, in forma di invito e non di obbligo, secondo quanto previsto dal codice di corporate governance della società stessa

⁸⁵ Il requisito è previsto, nelle modalità o quantità presunte, secondo quanto definito dal Regolamento della società

Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor/ Global Coordinator	Sponsor/ Global coordinator	Nomad

Rielaborazione fonte Borsa Italiana

Dal confronto qui presentato, emerge la sostanziale semplificazione del processo di IPO, nel caso la società debba quotarsi sul segmento AIM, che si realizza attraverso una meno complessa e stringente previsione rispetto ad alcuni aspetti formali. Non sono, ad esempio, previsti requisiti formali in termini di capitalizzazione minima, numero di soggetti indipendenti nel CDA, sistemi di incentivazione del personale (MBO) ecc.

Il processo di prima quotazione su AIM avviene nell'arco di tre-quattro mesi, attraverso diverse fasi scandite per tempi e attività associate. In particolare, vengono individuate⁸⁶:

- 1) Una prima fase di **attività preparatorie**, svolta intorno a sei mesi prima dell'emissione: si fa riferimento a tutto il periodo antecedente all'IPO, in cui l'impresa emittente si dota delle risorse e dei processi che risultano condizione necessaria alla quotazione stessa. L'impresa deve individuare una figura di consulenza principale, quale il Nomad, e dei altre per i servizi di consulenza professionale accessori, specifici per le diverse aree di attività dell'impresa (legale, finanziario...). È in questa fase, inoltre, che l'impresa avvia il processo di due diligence attraverso cui ottiene le informazioni necessarie alla preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e della normativa che regola i processi di quotazione⁸⁷. Si tratta dunque di un processo di analisi e indagine, finalizzato a garantire la trasparenza informativa dell'operazione. Questa fase si sostanzia, inoltre, nella costruzione della cosiddetta "equity story", con cui l'impresa mira a massimizzare il valore della sua offerta, intesa come "vision aziendale", attraverso la

⁸⁶ "Il Processo di quotazione su AIM Italia", Borsa Italiana; borsaitaliana.it

⁸⁷ Borsa Italiana, Glossario finanziario, definizione di due diligence

valorizzazione della storia del business dell'impresa. Si procede, in questa fase, alla definizione della strategia di investor relations⁸⁸.

- 2) Una seconda fase di verifica e definizione dei dettagli relativi alle problematiche sorte in sede di **due diligence**. Circa 12 settimane prima della quotazione, la società, in collaborazione con il Nomad, provvede all'implementazione delle modifiche necessarie al tessuto societario; si provvede alla predisposizione di una bozza di quello che sarà il documento di ammissione. Si tratta di una fase in cui la società, o chi per essa, si incarica di condividere le prime valutazioni del mercato nei confronti dell'offerta imminente
- 3) Una terza fase, classificabile come **esecutiva**, in cui si procede alla definizione della due diligence e del reperimento della documentazione necessaria. Una volta ricevuto il "nulla-osta" per la quotazione, da parte di Borsa Italiana, una società di investimento, presumibilmente il Nomad, provvede a quella che può essere definita come "marketing dell'emissione": si organizzano degli eventi denominati "roadshow" in cui vengono presentati il profilo dell'emittente e i termini dell'offerta. La presentazione agli investitori istituzionali ha un'importanza cruciale: oltre a promuovere il collocamento dei titoli, risulta come un mezzo per ottenere informazioni riguardo la disponibilità a pagare degli investitori, andando così a stimare la curva di domanda del mercato⁸⁹. La somma di queste manifestazioni di interesse alimenta la tecnica del bookbuilding, che permette una stima della domanda di mercato e di un intervallo di prezzo correlato, a cui i titoli potranno essere collocati. Circa dieci giorni prima dell'emissione dei titoli si presenta "una comunicazione di pre-ammissione", funzionale alla negoziazione successiva dei titoli.
- 4) L'ultima fase, immediatamente precedente alla quotazione, ha il via con la pubblicazione del documento di ammissione alla negoziazione su AIM, 3 giorni prima dell'effettiva collocazione dei titoli. Ultima, ma solo in termini cronologici, è la **fase di pricing e offerta**, in cui viene definito il prezzo di collocamento delle azioni, che sarà alla base delle risorse ottenute dall'emittente attraverso la quotazione. L'allocazione delle offerte avviene esclusivamente in capo ad investitori istituzionali,

⁸⁸ Attività di gestione dei rapporti con i soggetti coinvolti nel processo di collocamento degli strumenti partecipativi quotati

⁸⁹ "Istituzioni e mercati finanziari", F- Mishkin, S. Eakins, E. Beccalli, 2019 Pearson Italia, Milano

prevalentemente in termini di collocamento privato, e non si riferisce, tendenzialmente, al mercato del retail.

3.9 l'impresa target: IR Top consulting individua le caratteristiche di un'impresa quotabile con successo

*“L'Osservatorio AIM Italia, centro di ricerca IR Top Consulting, ha l'obiettivo di diffondere la cultura della quotazione in Borsa per le PMI e favorire la nascita di nuovi investitori specializzati. AIM Italia è il mercato azionario che attrae maggiormente talenti imprenditoriali nei diversi settori dell'economia italiana e rappresenta una grande opportunità per incrementare la visibilità della società e migliorare la governance”.*⁹⁰

IR Top consulting è un'azienda di consulenza che si occupa di analizzare il mercato AIM nella sua totalità, passando dalla valutazione delle singole operazioni di quotazione delle PMI. Dal 2014 IR top consulting è Osservatorio AIM, e in quanto tale, punto di riferimento per i maggiori attori del mercato finanziario AIM Italia. Si sostanzia come una sorta di “ponte”, una fonte di collegamento tra:

- Mercato e investitori⁹¹: l'Osservatorio AIM, attraverso l'analisi costante del mercato, mette a disposizione della platea di potenziali investitori un bundle di informazioni che sono alla base della trasparenza informativa necessaria a rendere il mercato appetibile per l'investimento. In particolare, IR Top garantisce la realizzazione di una relazione periodica, pubblicata annualmente nel mese di luglio, in cui vengono presentati i principali risultati del mercato. Questi ultimi vengono elaborati e ottenuti sulla base delle informazioni derivanti dall'analisi delle IPO, dalle performance e dai risultati economico-finanziari delle aziende quotate⁹².
- Mercato e istituzioni: grazie all'approfondita conoscenza del mercato, IR top consulting può fornire valide e preziose indicazioni agli organi istituzionali, al fine di

⁹⁰ Cit. di Anna Lambiase, CEO IR Top Consulting

⁹¹ Investitori qui richiamati fanno riferimento esclusivamente a quelli di tipo istituzionale

⁹² Presentazione IR top consulting, <http://www.osservatorioaim.it/>

individuare le migliori modalità con cui andare a legiferare nei confronti di questa piattaforma. La volontà del Governo nazionale di sostenere le PMI nel loro successo imprenditoriale passa anche dal miglioramento delle condizioni previste per le imprese quotate (nello specifico su AIM Italia). Fornisce evidenza empirica al rapporto di cooperazione suddetto, la definizione della misura del Credito d'Imposta, introdotta nella legge di Bilancio del 2018, in vigore dal giugno 2018 fino alla fine del 2020. In particolare, è garantito fino al 50% dei costi di consulenza sostenuti dalle PMI nel processo di quotazione, sottoforma di credito d'imposta, andando così ad alleggerire la gravosità dell'operazione.

- Mercato e imprese: le PMI che hanno interesse alla quotazione su AIM Italia, dovranno con tutta probabilità instaurare un rapporto di consulenza con l'Osservatorio. Quest'ultimo è una fonte di conoscenza del contesto AIM, che l'impresa vuole andare ad impattare, troppo grande e troppo importante per garantire la legittimità prima, e la massimizzazione dell'IPO poi. Sulla base del know-how del mercato e della struttura dell'impresa e del suo business, l'Osservatorio AIM studia e valuta la fattibilità dell'IPO e la probabilità di successo della quotazione.

Dall'analisi e dallo studio del mercato AIM, con particolare riferimento ai soggetti quotati e alle loro caratteristiche, l'Osservatorio individua uno PMI tipo, a cui sono associati una serie di caratteri che ne aumentano la possibilità di ottenere un'operazione di successo per l'azienda attraverso la quotazione. Nel particolare, oltre alla definizione dei requisiti formali⁹³, necessari all'ingresso su AIM, si individuano dei risultati economico-finanziari medi che dovrebbero essere in grado di classificare una potenziale candidata alla quotazione:

1. L'ammontare medio di 47 milioni di euro, registrati alla voce Ricavi, nell'anno precedente al collocamento dei titoli
2. Un EBITDA margin⁹⁴ che si attesti su di un valore approssimabile al 13%
3. La capitalizzazione aziendale ideale è individuata intorno ai 36 milioni di euro

⁹³ Si fa riferimento ai requisiti presentati nel paragrafo precedente, illustrati in Figura 10

⁹⁴ È una misura del profitto dell'impresa, in rapporto ai suoi ricavi. EBITDA → "Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization"

4. Un flottante medio, conseguente all'IPO, del 22%
5. Una raccolta di capitale, che a fronte di una prima offerta al mercato, sia in grado di arrivare ai 7 milioni e mezzo circa⁹⁵

L'analisi dell'impresa non si esaurisce alla raccolta dei dati suddetti, ma cerca di essere più accurata, approfondendo quello che è il contesto di operatività dell'impresa, oltre che dei suoi risultati. IR Top consulting valuta la fattibilità dell'IPO anche su quelle che sono le caratteristiche insite nei processi di attività e nel settore di appartenenza della PMI.

Dall'andamento del settore, e dall'interesse che questo suscita generalmente sui mercati (in termini di rendimenti e innovazione soprattutto), l'Osservatorio ottiene preziose informazioni per stimare, prevedere un possibile ed eventuale scenario che l'offerta dell'impresa potrebbe riscontrare sul mercato. Elementi di valutazione risultano, inoltre, il posizionamento competitivo dell'impresa all'interno del suo settore e dunque rispetto ai principali competitor; l'assetto amministrativo dell'impresa, e la cultura aziendale che lo caratterizza; la "vision" e il business plan correlato, che l'impresa ha e avrà intenzione di implementare.

L'Osservatorio AIM assiste l'impresa nel processo antecedente alla quotazione, e lunga tutta la fase necessaria a dotarsi degli strumenti necessari per l'IPO. Dalla scelta del Nomad, alla definizione della struttura dell'offerta al mercato, all'individuazione delle modifiche necessarie alla cultura aziendale, passando ove necessario dal ricorso alla consulenza professionale nei vari ambiti, IR Top consulting promuove e sostiene il processo di quotazione, con gli obiettivi di ottenere il successo dell'operazione, e il contestuale sviluppo del mercato AIM Italia.

Investire in equity, considerando gli attuali scenari macroeconomici e i tassi di interessi che caratterizzano gli ultimi tempi, può essere ancora profittevole, il numero degli investitori aumenta e il mercato ha maggiore liquidità, grazie anche all'impatto dei fondi Pir. Per questo motivo i processi di quotazione proseguono, aumentando di anno in anno. Infine,

⁹⁵ I dati qui presentati fanno riferimento alla media delle aziende quotate su AIM, nell'anno 2018/ 19 e sono forniti direttamente dall'Osservatorio AIM Italia, nel rapporto pubblicato nel luglio 2019 dal "Research Department IR Top consulting"

un'importante novità sarà rappresentata dagli Eltif (European Long Term Investment Funds), ovvero fondi che dovranno supportare Pmi non quotate oppure quelle quotate ma con una capitalizzazione inferiore a €500.000. Se utilizzati correttamente, potranno creare un valore aggiunto alle società che decideranno di quotarsi per la prima volta su AIM.

CAPITOLO 4: L'IPO su AIM Italia: uno strumento di finanziamento e sviluppo; il successo di Cyberoo nell'operazione di aumento di capitale

4.1 Introduzione

Nel quarto e ultimo capitolo di questo elaborato, l'obiettivo è quello di fornire un'evidenza empirica all'analisi che ha interessato la parte antecedente della tesi. In particolare, è ritenuto opportuno avvalersi di un esempio che sia in grado di avvalorare l'ipotesi per cui, nel processo di finanziamento di una PMI, il ricorso al mercato finanziario possa avere un ruolo centrale, capace di attenuare la dipendenza dal mercato creditizio, e al contempo fornire gli asset necessari alla crescita e allo sviluppo fiorente dell'impresa. Si presenta, al fine di fornire un'evidenza empirica alla tesi, la trattazione del caso di Cyberoo SPA, uno degli esempi più recenti e di successo che il mercato AIM possa vantare.

4.2 Un esempio pratico: la quotazione di Cyberoo

La quotazione di Cyberoo ha fatto di questa società la 130esima presente sul mercato AIM Italia. La sua ammissione sul mercato è stata ufficializzata il 7 ottobre 2019, attraverso un comunicato stampa edito da Borsa Italiana, con cui veniva dato il benvenuto alla “nuova arrivata”.

“Ci rende particolarmente lieti accogliere su AIM Italia una società innovativa operante in un settore in forte evoluzione e crescita. Grazie alla quotazione, Cyberoo avrà accesso ai capitali necessari allo sviluppo per linee esterne e interne, e a essere sempre competitiva nelle sfide nazionali e internazionali”.⁹⁶

Le informazioni sulla società e sul processo di emissione dei titoli sono state ottenute attraverso l'analisi del Documento di Ammissione, pubblicato in data 3 ottobre 2019, come requisito necessario alla quotazione, e al fine di garantire la trasparenza informativa del processo.

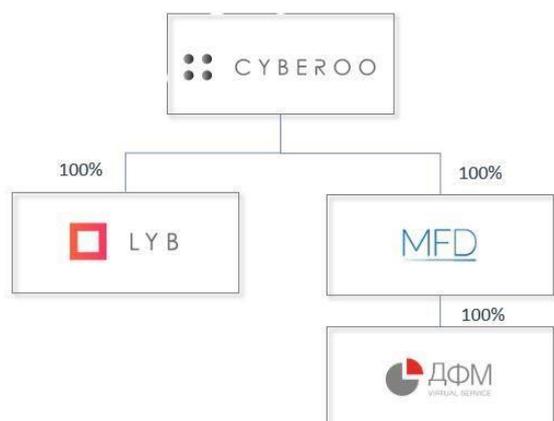
⁹⁶ Cit. by Luca Tavano, Head of Product Development, Mid & Small Cap, Primary Markets, Borsa Italiana, 07/11/2019

La società, protagonista dell'emissione è denominata "Cyberoo S.p.A.". È stata costituita nel luglio del 2008 sotto il nome di "AT STORE S.r.l", ma solo nel 25 luglio 2019, sotto delibera assembleare, ha assunto la nuova denominazione e contestualmente la forma di società per azioni (SPA), necessaria alla quotazione su AIM.

Alla data del Documento di Ammissione, Cyberoo presenta un socio di maggioranza che ne esercita il controllo, quale Fabio Leonardi (AD della società), in quanto detentore del 65% del capitale sociale di Sedoc Digital Group S.r.l, società controllante dell'emittente per il 97% delle partecipazioni. È previsto che, successivamente all'Aumento di Capitale derivante dall'IPO, il controllo societario, in termini di maggioranza, resterà pressoché invariato.

La società risulta controllante di due società: LYB (live your life brand S.r.l) e MFD (MFD International S.r.l), quest'ultima a sua volta proprietaria di DFM, società di "Virtual service" operante in Ucraina.

Figura 10, gruppo societario "Cyberoo". Fonte: "Prospetto informativo Cyberoo SPA"



Il gruppo è operante dal 2008 e esercita la propria attività sostanzialmente all'interno del settore di "Information Technology". In particolare, le società appartenenti sono specializzate nella fornitura di servizi tecnologici e digitali nei confronti delle imprese clienti, che hanno l'obiettivo di digitalizzare i processi aziendali, o comunque di implementare servizi di informatizzazione del business.

Cyberoo offre un'ampia gamma di servizi, garantendo un approccio innovativo e competente, mettendo a disposizione un mix di abilità tecnologiche, in capo alle sue strutture, e di abilità manageriali, rispetto al suo gruppo di professionisti. Il costante investimento nell'innovazione

delle risorse e degli asset è alla base della strategia aziendale, e ha l'obiettivo di mettere a disposizione del mercato un servizio distintivo, efficace e di qualità. Sono tre le aree principali in cui si sostanziano le "business unit" dell'impresa:

1) Cyber security services → si tratta di un insieme di strumenti e servizi attraverso cui si offre al cliente la possibilità di proteggere le informazioni detenute dall'impresa, rispetto alle azioni realizzabili dai soggetti come gli hacker. A questo segmento dell'offerta sono riconducibili Ricavi per 865milioni euro, pari al 19% delle entrate complessive. In particolare, si tratta di entrate derivanti dalla vendita di servizi come Antivirus, Antispam, web security⁹⁷, log management⁹⁸, security awareness, threat hunting (servizio volto a garantire la sicurezza dei sistemi contro gli attacchi informatici), CSI (Cyber Security Intelligence) e Cypeer.

2) Managed services → un insieme di servizi che permette all'impresa di avere un controllo costante sulle proprie infrastrutture IT, garantendone l'efficiente funzionamento. Uno degli indicatori più immediati associati alla qualità del servizio è relativo alla frequenza e alla durata dei "down di sistema". Questa business unit costituisce il fulcro dell'attività di Cyberoo, in quanto in essa sono concentrate il maggior numero di risorse e di ricavi associati: circa il 63% delle entrate complessive, corrispondenti a 2,873 milioni di euro⁹⁹. I servizi comprendibili in quest'area di attività sono:

- a- data center area management (gestione e protezione dei dati);
- b- Cloud management (servizi di archiviazione dei dati);
- c- Device management

3) "Digital transformation" → implementazione di sistemi informatici che siano in grado di efficientare l'attività dell'impresa, mediante la digitalizzazione dei processi. Si tratta di una business unit molto promettente, ma che, secondo gli ultimi dati di

⁹⁷ È un servizio che consente alle aziende di controllare il comportamento dei dipendenti, in modo che non danneggino l'immagine dell'azienda, per mezzo di comportamenti illeciti.

⁹⁸ Servizio di registrazione degli accessi alla piattaforma e agli archivi dell'azienda, con l'obiettivo di monitorare l'eventuale presenza di anomalie nel funzionamento del sistema o nel comportamento degli utenti

⁹⁹ Dati derivanti dal Prospetto informativo, alla sezione 6.1, pag. 73

bilancio, ricopre una fetta minore dei ricavi: 837 mila euro, e in decrescita nell'anno 2019, passando dal 18% del 2018 al solo 8% nell'anno successivo.

Si tratta di un'area fortemente innovativa e in continua rivalutazione da parte delle aziende, che si trovano sempre più propense ad investire per implementare servizi di CRM (Customer Relationship Management), HRM (Human Resource Management), PMS¹⁰⁰ (Product), "digital marketing" e "app mobile".

L'importanza del settore di operatività di Cyberoo, di cui sono state presentate le principali aree di attività, è insita nella forte crescita e diffusione che i servizi associati stanno avendo all'interno dei business aziendali, e di conseguenza sui mercati. La digitalizzazione è uno dei temi di competizione principale dei settori di mercato, soprattutto in quelli più investiti dalla tecnologia, che ne modifica modi di operare e status aziendale.

Lo sviluppo del business di Cyberoo ha evidenziato tutti i caratteri e i requisiti che investono le aziende target di AIM Italia, facendone una valida pretendente alla quotazione. Soprattutto in termini di ottenimento delle risorse necessarie all'espansione del business, a livello internazionale anche, passando per l'interesse che un settore tanto in crescita può suscitare in capo agli investitori.

La quotazione di Cyberoo passa dall'obiettivo principale di ottenere risorse necessarie al finanziamento delle implementazioni che l'emittente ha intenzione di effettuare, con riguardo al rafforzamento delle proprie linee di business e del rapporto con i propri clienti, con uno sguardo contestuale alla possibile acquisizione di imprese target che siano il mezzo per investire in nuove linee di business, alla conquista di nuove fette di mercato.

L'IPO è un'operazione, deliberata dall'assemblea dei soci dell'Emittente, al fine di costituire il flottante necessario per ottenere l'ammissione alla negoziazione su AIM¹⁰¹, così da ottenere gli innumerevoli vantaggi associati a questa piattaforma e alla maggior parte delle aziende che ne fanno riferimento.

Il calendario del processo di collocamento dei titoli sul mercato viene qui presentato :

¹⁰⁰ CRM, HRM e PRM sono tutti software che consentono la gestione dei rapporti con i clienti, con il personale aziendale e con i propri prodotti.

¹⁰¹ "Documento di Ammissione Cyberoo"; sezione seconda; par. 3.2 : "Ragione dell'Offerta e impiego dei proventi"

Figura 11, “Calendario dell’Operazione”

DATA	19/09/2019	30/09/2019	03/10/2019	03/10/2019	07/10/2019
OPERAZIONE	Presentazione della comunicazione di pre-ammissione	Presentazione della Domanda di Ammissione	Pubblicazione del Documento di Ammissione	Ammissione alle negoziazioni di Azioni e Warrant	Inizio delle Negoziations

rielaborazione fonte “Documento di Ammissione Cyberoo”

Così come previsto dal Regolamento AIM Italia, è condizione necessaria al collocamento degli strumenti partecipativi sul mercato in questione, la nomina di una figura professionale, quale il Nomad, che sostiene e supervisiona tutta l’operazione. Nel caso in esame, la nomina di “Nominated Advisor”, e contestualmente di “Global Coordinator”, è stata istituita nei confronti di “EnVent”, una società di consulenza internazionale che si occupa principalmente di advisory, arranging e placing. È stata, inoltre, richiesta la collaborazione di altri soggetti che hanno affiancato l’Emittente nell’IPO, al fine di garantire legittimità e professionalità al processo:

- BDO Italia S.p.A., società che ha ricoperto il ruolo di Società di Revisione
- Banca Akros S.p.A., società incaricata della figura di “Specialista” nell’operazione
- “Grimaldi Studio Legale”, ha partecipato fornendo un servizio di Revisione Legale
- “Studio Consulenti Associati di Palmieri F. & Partners”, di cui l’Emittente si è avvalso per ottenere consulenza in materia fiscale

4.3 Composizione dell'offerta dell'impresa al mercato AIM

Cyberoo ha ottenuto l'ammissione alla negoziazione di due strumenti finanziari: le Azioni e i Warrant. Per quanto riguarda le Azioni, si tratta di strumenti nominativi, indivisibili, liberamente trasferibili, a cui sono associati uguali diritti in maniera indistinta. In particolare, ad ognuna di esse è associato uno e un solo diritto di voto nell'assemblea dei soci della società, sia in sede ordinaria che straordinaria. Parallelamente, è stata ammessa la negoziazione dei cosiddetti Warrant, ovvero dei titoli separati che danno il diritto alla sottoscrizione delle azioni: sono un'esplicazione empirica del diritto di prelazione che viene riservato agli azionisti, già tali prima dell'operazione di nuova emissione. In particolare, viene sancito un "rapporto di conversione" di un'Azione (nello specifico di "Compendio") ogni 2 Warrant detenuti. Si tratta di titoli al portatore, acquisiti mediante la detenzione delle Azioni Ordinarie, e liberamente trasferibili nel caso in cui il detentore non abbia interesse all'acquisto delle Azioni di Compendio. Si è prevista l'emissione di 2500000 Warrant, collocati in quantità medesime, ma in due "Date di emissione" differite: la prima coincidente con l'inizio delle negoziazioni; una seconda, differita di 180 giorni da quest'ultima data. Entrambi, Azioni Ordinarie e Warrant, sono emessi nella valuta base di euro e sottostanno alla legislazione italiana di riferimento.

Secondo la delibera assembleare del 25 luglio 2019, l'operazione di IPO si sostanzia in un Aumento di Capitale che si delinea in tre direttrici:

- I. Aumento di Capitale Istituzionale, mediante l'emissione di un numero massimo di 1.750.000 Azioni Ordinarie, al prezzo di 2,86 euro ciascuna. Il prezzo è così costituito: 2,76 € assimilabili a sovrapprezzo¹⁰², e 0,10 € a capitale sociale. Il massimo risultato, in termini di valore nominale, e dunque di variazione del capitale sociale assimilabile, risulta di 175mila euro. Si distingue questa parte dell'Aumento, in quanto destinata in via esclusiva al mercato degli Investitori Istituzionali.
- II. Aumento di Capitale Retail, mediante l'emissione di un numero massimo di 750.000 Azioni Ordinarie, al prezzo sopra presentato, con una variazione di capitale nominale associata, al massimo pari a 75mila euro. Questo tipo di offerta è applicabile solo sottostando alle disposizioni previste dagli articoli 100 del TUF, 34-ter, comma 1,

¹⁰² Il sovrapprezzo rappresenta il valore aggiuntivo, al valore nominale, richiesto per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione. I ricavi derivanti da questa fonte vengono iscritti in un'apposita riserva patrimoniale contenuta nel patrimonio netto della società.

lettera c, che regola la legittimità della collocazione degli strumenti finanziari in capo a soggetti indistinti del mercato italiano.

- III. Aumento di Capitale Warrant (azioni di compendio), per un ammontare massimo di 125mila euro, in termini di valore nominale. Questa operazione si sostanzia attraverso il collocamento delle cosiddette Azioni di Compendio, che riservano gli stessi diritti delle Azioni Ordinarie, e il cui acquisto è subordinato alla detenzione di 2 Warrant per ogni Azione di Compendio (fino a un massimo di vendita di 2500000 Warrant).

Si perviene ad un totale di 2 milioni e 500mila azioni ordinarie, vendute al prezzo di 2,86 €, che corrispondono ad un ammontare **di 7,15 milioni di raccolta di capitale**, in fase di prima emissione.

4.4 La struttura finanziaria dell'impresa prima e dopo l'Initial Public Offer; risultati dell'operazione

La quotazione è un processo che incide fortemente sulla struttura dell'azienda, con particolare riguardo alla struttura proprietaria, finanziaria e alla capitalizzazione ad essa associati.

Il collocamento dell'offerta ha riscontrato un enorme interesse degli investitori, sostanziandosi in un'integrale sottoscrizione dei titoli emessi, a dimostrazione del grande interesse e della fiducia dei mercati in Cyberoo e nel suo settore di business. In particolare, l'offerta è stata così collocata:

- 1) 47 Investitori istituzionali hanno sottoscritto Azioni per il 55%, pari ad un ammontare di 3,93 milioni di euro
- 2) 88 Investitori professionali hanno ottenuto il 39% del totale degli strumenti, per un ammontare di 2,79 milioni di euro circa
- 3) Il restante 6% degli strumenti è stato collocato in capo a 256 investitori del mercato retail, pari a 429mila euro complessivi.

L'integrale sottoscrizione dell'emissione, conseguente alla collocazione in toto degli strumenti finanziari associati all'Aumento di Capitale, ha prodotto una diluizione della partecipazione del capitale, in capo a SDG¹⁰³, del 33,53%.¹⁰⁴

L'operazione si è caratterizzata da un eccesso di domanda, rispetto all'offerta di titoli presentata dall'Emittente: sono pervenute offerte per 40 milioni di euro, di gran lunga superiori alla raccolta di 7 milioni circa prevista da Cyberoo. Questo fenomeno può essere identificato nell'eventualità di un'emissione "oversubscribed", in cui la domanda del mercato eccede i titoli collocati dall'Emittente. In questa evenienza, si deduce sicuramente un forte interesse del mercato nei confronti dell'offerta e del business della società collocatrice, ma al contempo si evidenzia una mancata massimizzazione dell'operazione, che si sarebbe potuta realizzare attraverso un aumento dei titoli emessi, o meglio mediante l'apposizione di un prezzo superiore per ogni singolo titolo.

In relazione alla forte domanda di mercato riscontrata in fase di prima emissione, le azioni di Cyberoo hanno subito un forte rialzo nella loro prima giornata di negoziazioni: un incremento del valore delle Azioni Ordinarie pari al 51,5%, che le ha fatte passare dall'iniziale prezzo di 2,86 euro a 4,33 euro di fine giornata. L'eccesso di domanda, e il correlato aumento di prezzo, ha determinato il blocco delle negoziazioni (eccesso di rialzo) in gran parte della mattina del 7 ottobre 2019, giorno di prima emissione del titolo. Borsa Italiana è dovuta dunque intervenire immediatamente, per garantire la legittimità dell'operazione, e successivamente ha disposto il divieto di emissione di ordini al meglio (ovvero di azioni senza limite di prezzo), a partire dal 08/10/2019.

Qui si presenta l'andamento del valore delle azioni di Cyberoo S.p.A., dal primo giorno di negoziazione fino alla data di 12/06/2020.

¹⁰³ Sedoc Digital Group S.r.l, società controllante dell'emittente per il 97% delle partecipazioni prima della quotazione su AIM

¹⁰⁴ "documento di Ammissione Cyberoo", op.cit.; sezione seconda, paragrafo 7.1

Figura 12: “andamento valore azionario Cyberoo S.p.A. ”, Fonte: Borsa Italiana



Dal grafico qui riportato, emerge una sostanziale tendenza al rialzo del valore delle azioni della società in esame, con un valore che si assesta prevalentemente intorno al riferimento della fine della prima giornata di quotazione, pari a 4,33 euro. Dopo l’iniziale impennata, le azioni, infatti, presentano un andamento pressoché costante.

L’emissione, e la contestuale collocazione, degli strumenti partecipativi suddetti ha determinato una variazione della struttura finanziaria di Cyberoo: dal confronto tra la “relazione finanziaria semestrale”, presentata al 30 giugno 2019 in relazione all’imminente operazione di IPO, e dai risultati di bilancio dell’anno 2019, pubblicati dalla società in data 31/03/2020, emergono delle sostanziali differenze in termini di composizione del debito. Le fonti di finanziamento associate all’impresa hanno inevitabilmente subito uno stravolgimento, che si sostanzia in:

Pre-IPO¹⁰⁵: la composizione delle fonti di finanziamento, a cui l'impresa ricorre prima della quotazione su AIM, presenta un ammontare di "passività correnti" pari a 4.134.428 euro, così suddivise:

- a) Debiti verso le banche per 1.084.285 euro
- b) Debiti verso fornitori per 1.595.017 euro
- c) Capitale sociale, riconducibile alla partecipazione della società controllante SDG per 153.562 euro (97% del capitale sociale)
- d) Debiti verso l'Erario e gli Istituti di Previdenza per 578.883 euro
- e) Altri debiti, pari a 235.598 euro
- f) Risconti passivi per 486.082 euro

Post-IPO¹⁰⁶: dallo Stato Patrimoniale consolidato, con riferimento ai risultati al 31/12/2019, Cyberoo presenta un ammontare delle fonti di finanziamento pari a 7.351.00 euro, in aumento del 78% rispetto al periodo pre-IPO, così suddivise:

- a) Debiti finanziari pari a 1.095.000 euro
- b) Debiti commerciali pari a 1.696.00 euro
- c) Capitale sociale pari a 950.000 euro
- d) Debiti verso l'Erario e Istituti di Previdenza per 673.000 euro
- e) Altre passività correnti per 984.000 euro
- f) Risconti passivi pari a 876.000 euro

Forte incremento si riscontra nel patrimonio netto della società, che è triplicato nel 2019, rispetto all'anno precedente, passando da 2,639 milioni a 10,641 mln di euro. Al contempo, la cassa disponibile (Posizione Finanziaria Netta, PFN) ammonta a 3,29 milioni di euro, nel bilancio 2019.

Contestualmente all'anno di approdo su AIM Italia si presentano, inoltre, i principali risultati consolidati, messi a disposizione dell'impresa, con riferimento al Bilancio del 31/12/2019:

- Ricavi per 5,62 milioni di euro, in aumento del 23% rispetto all'esercizio precedente
- Utile Netto pari a 0,7 milioni di euro, rispetto alla chiusura in negativo del 2018 (-1000 euro)

¹⁰⁵ relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2019; note degli amministratori al bilancio consolidato semestrale abbreviato

¹⁰⁶ EBITDA MARGIN, Cyberoo; Cyberoo.com

- PFN (cassa) in negativo di 3,29 milioni di euro, in diminuzione rispetto agli 0,48 milioni di euro del 2018
- EBITDA per 2,45 milioni di euro, in aumento del 42% rispetto al 2018, anno in cui è registrato a questa voce 1,73 milioni di euro
- Valore della Produzione di 6,72 milioni di euro, con un incremento, rispetto ai 5,24 milioni del 2018, del 28%¹⁰⁷

“I risultati di bilancio 2019 testimoniano il raggiungimento degli obiettivi di budget. Cyberoo ha evidenziato un’importante crescita, con un aumento dei Ricavi del +23% e del +42% nell’Ebitda (36,5% di Ebitda margin)”.¹⁰⁸

I risultati raggiunti, in termini di rendimento delle azioni e dei risultati di bilancio, dimostrano un andamento crescente della società, rispetto al suo valore e al suo volume di affari. La politica di investimenti, alla base della strategia di crescita, e sostanziata nella quotazione su AIM, riflette una volontà di espansione e sviluppo del business che fanno di Cyberoo il miglior esempio di società quotabile,

¹⁰⁷ Bilancio Cyberoo: risultati consolidati FY2019; Comunicato 30/03/2020

¹⁰⁸ Cit. Fabio Leonardi, CEO di CYBEROO

Conclusione

Le piccole-medie imprese costituiscono una colonna portante del sistema economico/produttivo italiano; grazie alla loro numerosità e all'importanza che ricoprono, sono continuamente state portate al centro di un acceso dibattito tra economisti, politici, industriali, portatori di interessi divergenti e contrapposti, idee e ideologie lontane tra di loro. Nonostante l'ammissibile lontananza di vedute, è innegabile da parte di tutti gli attori della nostra società economica la centralità del sistema della piccola medio impresa per il sostentamento e la competitività dell'Italia all'interno dei mercati; non resta che porsi a tutela delle PMI per garantirne la loro sopravvivenza nel mercato odierno, sempre più spietato e competitivo, cercando di porle in una posizione favorevole, in grado di garantire una fiorente crescita e uno sviluppo costante. È questo l'obiettivo dichiarato delle nostre istituzioni nazionali e di quelle comunitarie, che stanno lavorando incessantemente per mettere a disposizione delle PMI gli strumenti necessari per garantirne la competitività e il benessere economico. Numerosi sono gli studi e i provvedimenti correlati che si sono susseguiti nella recente normativa italiana, volti a tutelare le PMI e a fornire i mezzi per affrontare dinamiche di mercato mutevoli e potenzialmente fatali per la sopravvivenza di numerose imprese. Emerge come la loro importanza sia riconosciuta dalle istituzioni e da tutti gli attori della nostra società economica, passando dagli investitori, dai clienti e dai partner di mercato (fornitori). Il benessere della PMI può essere la chiave per il benessere dell'economia nostrana, ma si trova in una posizione che richiede una particolare attenzione e un trattamento molto deciso: è necessario garantire favorevoli condizioni di operatività, al fine di efficientare i processi, aumentando i profitti, e garantendo la stabilità dell'intero sistema. Parte di questa politica, passa dalla definizione delle condizioni di finanziamento a cui le PMI devono far fronte: la messa a disposizione di piattaforme innovative, è un modo di introdurre linfa vitale all'interno dell'economia, mettendo a disposizione mezzi più economici, dinamici e allargati. È, a tal fine, che nel corso dell'elaborato si è voluto dare tanto adito al processo di finanziamento prima, e ai mezzi attraverso cui realizzarlo poi. A causa della grande peculiarità che caratterizza la PMI, è necessario sostenere l'attività d'impresa, e farlo nella fase di approvvigionamento delle risorse, risulta come un modo per agire alla "fonte" del problema, rischiando di risultare come un modo molto efficace di intervento. La raccolta di capitale, attraverso l'emissione di strumenti partecipativi sui mercati finanziari, è una delle proposte più concrete e percorribili per le PMI, che siano dotate delle giuste risorse e competenze, e che pongano alla base del loro modo di fare impresa, gli obiettivi di crescita e

internazionalizzazione. Il presente elaborato ha avuto l'obiettivo di analizzare una fonte alternativa di finanziamento per le PMI, tale il ricorso alla quotazione sui mercati dell'equity e alla quotazione su AIM in maggiore dettaglio. Questa piattaforma, infatti, emerge come una delle più nuove, interessanti e attraenti modalità di azione per le PMI, comportando una rivoluzione nel modo di fare impresa, che non si limita alla sola raccolta di capitale, ma che passa soprattutto dalla dotazione di tutti gli asset necessari per raggiungere i requisiti di ammissione e, indirettamente, gli standard di mercato. La competitività che AIM può dare alle PMI è la chiave dell'analisi, ed è l'elemento su cui si pone maggiore leva al fine di dare rilievo all'elaborato, e all'analisi che ne è derivata.

BIBLIOGRAFIA

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 (“MiFID 2”).

“Determinants and dimensions of firm growth”, Haibo Zhoua , Gerrit de Witb a Erasmus University Rotterdam, Centre for Advanced Small Business Economics

© 2010 ASSONEB (Associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa);
Redattore: Francesco CESARINI, Davidia ZUCHELLI, Bianca GIANNINI

AIM Statistics, <https://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.html>

AIM, The most successful growth market in the world, www.londonstockexchange.com, gennaio 2006

Allen F., “Stock markets and resource allocation”, in Mayer C.– Viver X. (a cura di), Capital markets and financial intermediation , Cambridge, Cambridge University Press, (1993)

Ang J.S., “Small business uniqueness and the theory of financial management”, in «Journal of Small Business Finance», 1, pp. 1-13. (1991)

Arcelli M., Il finanziamento delle piccole e medie imprese: situazione attuale e prospettive, in «Economia Italiana», 34, pp. 291-307, (1994)

Archivio Comunicati stampa di Borsa Italiana SPA

Arlotta C. et al., La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Milano, 2014.

Beck T. - Demirgüç-Kunt A., Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint, in «Journal of Banking & Finance», 30, pp. 2931-2943; (2006)

Beck T., Demirguc-Kunt, Martines Peria M.S., Bank Financing for SMEs around the World – Drivers, Obstacles, Business Models and Lending Practices, in World bank Policy Research Working paper, n. 4785, Novembre 2008.

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

Birley, S., & Westhead, P. Growth and performance contrasts between 'types' of small firms. (1990)

Borsa Italiana S.p.a., "Quotarsi in Borsa la nuova segmentazione dei mercati di Borsa"

Brighi P. - Torluccio G., Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle PMI in Italia, in «Banca impresa Società», 1, pp. 71-112, (2008)

Bubbio a., Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari , ISEDI, Torino, 2000

Canovi L. - Grasso A.G. - Venturelli V., Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI, (2007)

Castrogiovanni, G. J. "Pre-start-up planning and the survival of new small firms". (1996)

Commissione Europea, Inception impact assessment , Building a proportionate regulatory environment to support SME listing, Maggio 2018,
https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares2017-6181849_en, p. 1 ss..

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

Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004. I sistemi multilaterali di negoziazioni hanno iniziato a operare nel 2007. Lo Small Business Act per l'Europa del 2008 della Commissione Europea ha esplicitato l'adozione di regole progettate con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi per le PMI.

DOCUMENTO DI AMMISSIONE relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia di azioni ordinarie e warrant di Cyberoo S.p.A, 03/10/2019.

Dollinger, M. J. Entrepreneurship: strategies and resources. Upper Saddle River, NJ : Prentice Hall.; (1999)

Domenichelli O., The pecking order theory in the context of small and medium sized enterprises: a note, in «Piccola Impresa»; (2008)

Eisenhardt, K. M., & Martin, J. A. "Dynamic capabilities: What are they"; (2000)

Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane; C Arlotta, F Bertoletti, A Boccia, EC Negozio, C Pesaro- 2012 - books.google.com

Equity Capital Market: IPO Advisory – IR top consulting European SMEs, in «Journal of Business Finance & Accounting», 31, pp. 711-728

Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività, di Antonio Renzi, G.Vagnani, pp 38,40; 11/2016

Franzosi A., Pellizzoni E., La quotazione in borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane, Borsa Italiana, Bit Notes n. 7, 2003

Glossario finanziario, Borsa Italiana

GOLINELLI G.M., “Economia e finanza nel governo dell’impresa”, in Sinergie n. 39, pp. 25-50; (1996)

Guida al passaggio generazionale nelle Pmi, Carlo Federico Montecamozzo, 2012

Hall G.C. - Hutchinson P.J. - Michaelas N. “Determinants of the capital structure of European SMEs”; (2004)

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

Il finanziamento alle Pmi e il ruolo di una istituzione pubblica come il Gruppo Bei, Debora Revoltella, Banca Europea per gli investimenti | Helmut Kraemer-Eis, Fondo Europeo per gli investimenti; 11/2015

IL MERCATO FINANZIARIO PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE TRA DIFFICOLTA’ DELLA CRISI ECONOMICA E NUOVE PROSPETTIVE di Claudia Golino, 6 giugno 2014

“Istituzioni e mercati finanziari”, F- Mishkin, S. Eakins, E. Beccalli, 2019 Pearson Italia, Milano

L. Giordano e M. Modena; Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, 2017, p. 6, in <http://www.consob.it>.

La gestione finanziaria delle PMI, criticità e possibili soluzioni; A. Ricciardi, 2009

La nuova definizione di PMI; Guida dell'utente e modello di dichiarazione© Comunità europee, 2006;

La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale; A Lambiase - 2016 - books.google.com

La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà Il caso del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) di Borsa Italia S.p.A. *di Antonio D'Amato e Claudia Cacia

La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà; Gabriella Chiesa, Università di Bologna, Dipartimento di Scienze Economiche ; 01/2009

L'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia), Luciano M. Quattrocchio, Bianca M. Omegna, 2015

LE PICCOLE MEDIE IMPRESE AL TEMPO DELLA CRISI: Politiche per le PMI, impatto della crisi e ruolo della formazione continua; Rapporto di Ricerca n. 07/2011, a cura di Giovanna Altieri ; Settembre 2011

Lumpkin, G. T., & Dess, G. G. "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance". Academy of Management Review; (1996)

Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, di Anna Gervasoni Sattin Fabio L. edito da Guerini Next, 2015"

Regolamento relativo alla nuova segmentazione del mercato e all'introduzione del segmento STAR, deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana il 26 luglio 2000 e approvato dalla Consob con Delibera n. 12744 del 5 ottobre 2000

Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint, Section 3 Thorsten Beck; Asli Demirguc-Kunt; 11/2006

Storey D.J., "Finance and the small firm", London, Routledge, 1994

The strategic role of innovative finance and the "Mercato Alternativo del Capitale" (MAC) for business succession in Italian family firms* Prof. Riccardo Passeri

Watson R. - Wilson N." Small and medium size enterprise financing: a note on some of the empirical implications of a pecking order", in «Journal of Business Finance & Accounting», (2002)

Welch I., Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings, in The Journal of Finance, vol. 44, No. 2, giugno 1989, pp. 421-449

RINGRAZIAMENTI

Alla mia famiglia,

A mio padre e alla sua tenacia,

A mia madre e al suo affetto,

A Fabiana e alla sua determinazione,

A Ludovica e alla sua gioia.

A tutte le persone con cui ho condiviso questo percorso, GRAZIE!