



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

# **Il processo di quotazione in Borsa delle piccole e medie imprese**

## **The listing process of small and medium-sized enterprises**

Relatore: Chiar.ma  
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di laurea di:  
Antonio Marziali

Anno accademico 2020-21



# ***INDICE***

<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
<b>CAPITOLO 1 – GLI ASPETTI PRELIMINARI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE</b> .....	9
<b>1.1 La quotazione: una classificazione generale</b> .....	9
<b>1.2 Motivazioni, obiettivi e rischi dietro al processo di quotazione</b> .....	12
1.2.1 <i>I vantaggi della quotazione per l'impresa</i> .....	15
1.2.2 <i>I vantaggi della quotazione per gli azionisti e il management</i> .....	18
1.2.3 <i>Gli svantaggi e i rischi della quotazione</i> .....	21
<b>1.3 Informazioni statistiche e numeri a confronto</b> .....	24
<b>CAPITOLO 2 – IL MERCATO AIM ITALIA</b> .....	33
<b>2.1 La nascita di un mercato ad hoc per le PMI</b> .....	33
2.1.1 <i>Il confronto con le altre borse europee</i> .....	39
2.1.2 <i>Il cross-listing: una alternativa alla borsa domestica</i> .....	43
<b>2.2 I requisiti sostanziali e formali del mercato AIM Italia</b> .....	47
2.2.1 <i>I requisiti sostanziali in fase di IPO</i> .....	47
2.2.2 <i>I requisiti sostanziali post-quotazione</i> .....	50
2.2.3 <i>I requisiti formali in fase di IPO</i> .....	52
2.2.4 <i>I requisiti formali post-quotazione</i> .....	55
<b>2.3 I soggetti coinvolti nel processo di quotazione in Borsa</b> .....	58
2.3.1 <i>Il Nomad</i> .....	58
2.3.2 <i>Il global coordinator</i> .....	65
2.3.3 <i>Lo specialist</i> .....	68

2.3.4 *Gli altri advisors a supporto del Nomad e della società emittente..69*

<b>CAPITOLO 3 – L’ITER PROCEDURALE DEL LISTING E LE MISURE A SOSTEGNO DELLE PMI .....</b>	<b>75</b>
<b>3.1 Fasi, tempistiche e costi del processo di quotazione.....</b>	<b>75</b>
3.1.1 <i>Le diverse modalità di IPO.....</i>	<i>79</i>
3.1.2 <i>I costi della quotazione.....</i>	<i>82</i>
<b>3.2 Agevolazioni e interventi a favore delle PMI .....</b>	<b>85</b>
3.2.1 <i>La proroga del credito d’imposta .....</i>	<i>85</i>
3.2.2 <i>L’introduzione dei PIR.....</i>	<i>89</i>
3.2.3 <i>PMI Capital.....</i>	<i>97</i>
<b>CAPITOLO 4 – BORSA ITALIANA A SOSTEGNO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE .....</b>	<b>101</b>
<b>4.1 Nuova qualifica e nuove regole per gli emittenti AIM Italia .....</b>	<b>101</b>
4.1.1 <i>Le modifiche al Regolamento AIM Italia .....</i>	<i>102</i>
<b>4.2 La SPAC: un’alternativa per finanziare la crescita delle PMI .....</b>	<b>107</b>
4.2.1 <i>I soggetti coinvolti e le fasi dell’operazione.....</i>	<i>113</i>
<b>4.3 Il progetto ELITE e le piattaforme digitali per la finanza d’impresa .</b>	<b>119</b>
4.3.1 <i>Elite Spac in Cloud.....</i>	<i>127</i>
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>131</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>133</b>
<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>139</b>

## **INTRODUZIONE**

Il tessuto imprenditoriale del nostro paese è composto per la maggior parte da aziende di piccola e media dimensione le quali, con il manifestarsi della crisi del 2007 prima, quella del 2011 poi, e attualmente con quella del Coronavirus, sono state duramente colpite e messe a dura prova dalle sfavorevoli congiunture.

Per emergere da situazioni difficili e progettare nel medio-lungo periodo un futuro più luminoso per la propria realtà imprenditoriale, è opportuno valutare tutti i canali alternativi al tradizionale credito bancario, ai quali nel 2021 è possibile ricorrere come mezzo per finanziare la propria crescita.

Quello che prendiamo in considerazione per le PMI, e che rappresenta l'oggetto in esame di questo lavoro, è la quotazione in Borsa, un processo che negli ultimi anni ha raccolto molto successo grazie non solo al mercato dedicato proprio alle piccole e medie imprese, ma

anche alle ottime iniziative da parte del Governo e di Borsa Italiana come strumenti di incentivazione. La quotazione in Borsa rappresenta una grande occasione di crescita per le imprese più virtuose e votate all'internazionalizzazione e un trampolino per dare slancio all'economia del nostro paese, il cui mercato finanziario è indietro rispetto ad altri dell'Eurozona per capitalizzazione e numero di società quotate nei listini.

L'obiettivo di questo lavoro è di analizzare tutto il procedimento di quotazione in Borsa di una piccola media impresa, mettendo in luce aspetti di varia natura legati a questa forma di raccolta di capitali, attraverso l'analisi su testi e la ricerca su riviste economiche in grado di fornire un quadro totale e approfondito sull'argomento trattato.

La tesi si struttura su quattro capitoli: nel primo si spiega tutto ciò che c'è dietro alla scelta di quotare la propria impresa, mentre nel secondo ci si sofferma largamente sul mercato dedicato appositamente alle PMI, alle prese con il primo approccio al mercato dei capitali. Il terzo capitolo si apre con la spiegazione tecnica della procedura di listing e

si chiude con la descrizione degli interventi legislativi a supporto delle piccole e medie imprese. Nel quarto capitolo, infine, si mette in risalto l'impegno di Borsa Italiana, con le sue iniziative mirate ad agevolare l'interesse e l'accesso delle PMI nel canale di finanziamento che può rappresentare la svolta nella vita di una impresa.





# CAPITOLO 1

## GLI ASPETTI PRELIMINARI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE

### 1.1 La quotazione: una classificazione generale

Le PMI<sup>1</sup> hanno assunto una importanza rilevante nel sistema economico e finanziario italiano e questo giustifica tutta la serie di iniziative innovative messe in atto nel corso degli anni da Borsa Italiana e da altri promotori, con lo scopo di incrementare lo sviluppo del mercato dei capitali nel nostro paese. Le PMI in Italia risultano fortemente sottocapitalizzate se paragonate a quelle degli altri paesi avanzati e ciò rappresenta una grossa lacuna se si pensa che queste costituiscono la struttura portante del sistema produttivo italiano.

---

<sup>1</sup> Secondo il testo contenuto nella Raccomandazione n. 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003 relativa alla “definizione di microimprese, piccole e medie imprese”: la Piccola impresa è costituita da imprese che hanno meno di 50 occupati e hanno un fatturato annuo non superiore a 10 milioni di euro. Le Media impresa invece è costituita da imprese che hanno meno di 250 occupati con un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro.

La quotazione in borsa identifica dunque una grande opportunità per tutte quelle imprese che hanno come obiettivo una maggiore patrimonializzazione e può essere classificata come quel processo mediante il quale una società, per raccogliere capitale di rischio, offre al pubblico le proprie azioni.<sup>2</sup> Attraverso la quotazione in Borsa una piccola o media impresa ha la possibilità di presentarsi sul mercato dei capitali, dopo aver svolto tutte le analisi preliminari e aver coinvolto tutte le figure necessarie per il corretto svolgimento dell'operazione. Dopo aver raggiunto lo status di società quotata, quest'ultima conseguirà l'entrata diretta al mercato mobiliare, uno dei più importanti canali di finanziamento delle imprese e in via complementare, al canale bancario, sovente considerato come unica fonte di finanziamento.

Per il mondo delle PMI è stato un forte impulso perché tante aziende hanno visto nella quotazione una nuova possibilità per reperire risorse finanziarie. Tuttavia il *listing* va visto come un processo di grande

---

<sup>2</sup> S. Di Diego, *Come fare un piano industriale e reperire le risorse finanziarie. Tutto quello che occorre sapere per superare la crisi*, FrancoAngeli, Milano, 2016.

rilevanza nella vita di un'azienda e non può essere considerata solo una scelta dettata dalla ricerca di un canale di finanziamento alternativo, dal momento che produrrà cambiamenti sostanziali e provocherà effetti non solo sotto il profilo proprietario e manageriale, ma anche sotto il profilo relazionale con i portatori di interesse dell'impresa e con l'ambiente finanziario. Per tali motivi la quotazione in Borsa è una scelta strategica e come tale deve essere affrontata dopo aver effettuato una approfondita valutazione sulle conseguenze che possono incombere su tutto il sistema aziendale.<sup>3</sup>

Ad ogni modo, diverse sono le testimonianze che potrebbero essere raccontate per cogliere l'importanza e gli aspetti positivi dell'ingresso nel mercato del capitale di rischio, tra cui quelle dei presidenti di due imprese italiane conosciute in tutto il mondo come Davide Campari-Milano N.V. e Geox S.p.a., i quali spiegano che la quotazione per la loro azienda ha contribuito allo sviluppo di una strategia di espansione a livello internazionale, garantendo un ulteriore miglioramento dei

---

<sup>3</sup>iCribis - l'e-commerce per informarti sulle imprese, *Guida essenziale alla quotazione in borsa*, <https://www.icribis.com/it/osservatorio-imprese/quotazione-PMI>.

risultati a livello di gruppo. La Borsa pertanto può essere considerata come un mezzo per raggiungere le risorse necessarie per intraprendere ed investire in progetti ambiziosi di grande portata, far entrare l'azienda in un'ottica di creazione di valore per gli azionisti, attirare l'attenzione di nuovi prospettivi interessanti da un punto di vista tecnico e manageriale ed ottenere maggiori livelli di efficienza. <sup>4</sup>

## **1.2 Motivazioni, obiettivi e rischi dietro al processo di quotazione**

L'Italia è il primo paese in Europa per numero di piccole e medie aziende presenti sul territorio, infatti il tessuto imprenditoriale nostrano è costituito da migliaia di piccoli imprenditori e imprese artigiane, gran parte delle quali legate ad una gestione familiare<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Assolombarda in collaborazione con Borsa italiana pubblicava nel 2010 un documento intitolato "Guida pratica alla quotazione" in cui venivano inserite le risposte alle 10 domande più frequenti delle imprese interessate alla Borsa.

<sup>5</sup>Secondo le stime di Prometeia, una società italiana di consulenza, sviluppo software e ricerca economica per banche, assicurazioni e imprese, nel 2017 si contavano circa 5,3 milioni di PMI che

Queste imprese normalmente ricorrono al debito bancario per finanziare i propri investimenti, per cui potrebbero avere qualche problema nel momento in cui far fronte a limiti di indebitamento e a requisiti sempre più stringenti. In questo caso, il ricorso a fonti di finanziamento alternative per le società che hanno la necessità di rafforzare la propria struttura finanziaria, diventa fondamentale e tra gli strumenti più considerati che hanno anche ricevuto il sostegno del Governo a favore della loro propagazione troviamo: ingresso nel capitale di investitori istituzionali<sup>6</sup> quali Fondi di *Private Equity*<sup>7</sup>; costituzione di *Special Purpose Acquisition Companies*<sup>8</sup>; interventi sull'*equity* nelle diverse fasi del ciclo di vita delle imprese attraverso

---

davano occupazione a oltre 15 milioni di persone, l'82% dei lavoratori in Italia, e generavano un fatturato complessivo di 2.000 miliardi di euro. Il sole 24 Ore parla di numeri che fanno delle PMI un tratto saliente dell'economia italiana e riflettono tradizioni e imprenditorialità diffuse nei territori.

<sup>6</sup> Definizione da "Guida pratica alla quotazione – Borsa Italiana e Confindustria" del 2010: «Un investitore istituzionale è un operatore economico (società o ente) che effettua considerevoli investimenti in maniera sistematica e cumulativa, disponendo di ingenti possibilità finanziarie proprie o affidategli: - società assicuratrici; - società di gestione del risparmio; - istituti di credito o altri operatori professionali; - organismi di investimento collettivo, quali fondi di investimento o fondi pensione; - enti pubblici territoriali e holding finanziarie». Gli investitori istituzionali fanno parte degli investitori professionali, che si dividono a loro volta in: Investitore professionale di diritto (intermediari finanziari, investitori istituzionali e imprese di grandi dimensioni); Investitore professionale su richiesta e Investitore professionale a supporto delle PMI, così definiti ai sensi del Regolamento Consob.

<sup>7</sup>Borsa Italiana definisce il Private Equity «una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa.

<sup>8</sup>Per approfondimenti sulle SPAC si rimanda al paragrafo 4.2

operazioni di *equity crowdfunding*<sup>9</sup> e *venture capital*<sup>10</sup>; interventi nel capitale di debito non bancario, attraverso l'emissione di *bond*, cambiali finanziarie, strumenti ibridi di debito/capitale e strumenti innovativi messi a disposizione da compagnie di assicurazione e fondi specializzati;<sup>11</sup> interventi nel capitale di rischio delle imprese mediante la quotazione in Borsa.

Proprio la scelta della quotazione in Borsa è una valida possibilità per le PMI innovative, anche se tipicamente, nella fase di *start up* dell'impresa, ci si affianca al *Venture Capitalist* e solo successivamente si ricorre al mercato del capitale di rischio. In ogni caso la Borsa consente di avere accesso ad un'ampia base di investitori e permette di svincolare l'impresa dalla ricchezza del gruppo di controllo, oppure offre al *Venture Capitalist* la possibilità di

---

<sup>9</sup> Definizione tratta dal sito "economyup.it": «L'*equity crowdfunding* è una forma di investimento che consente alla "folla" di investitori (*crowd*) di finanziare startup innovative e piccole e medie imprese (sia innovative sia non) attraverso portali online autorizzati, erogando un contributo finanziario in cambio di quote societarie delle stesse imprese (*equity*).»

<sup>10</sup> In Europa per *Venture Capital* si intende normalmente il finanziamento, attraverso l'apporto di capitale di rischio di aziende private (P. Sassetti, *Guida pratica al Venture Capital*, FrancoAngeli, Milano, 2000).

<sup>11</sup>C.Arlotta, F. Bertoletti, C. Calvani, E. Coda Negozio, L. Fici, G. Liberatore, L. Pasquetti, C. Pesaro, R. Scialdone, F. Salvatici, G. Venturini, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, Cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

liquidare la propria quota di partecipazione.<sup>12</sup> Tuttavia prima di procedere con una operazione così importante come la quotazione in Borsa, l'imprenditore deve fare delle valutazioni in merito ai vantaggi offerti dal *listing* sulla base dei propri obiettivi e degli strumenti a disposizione.

Detto ciò è possibile cogliere degli aspetti riguardanti benefici attesi, vantaggi e svantaggi potenziali, rischi e criticità, che impattano non solo sull'impresa in generale, ma anche sugli azionisti del gruppo di controllo e sul management.

### *1.2.1 I vantaggi della quotazione per l'impresa*

Dal punto di vista dell'impresa gli effetti di una quotazione in Borsa possono avere risvolti sia sul piano economico-finanziario, sia extra-

---

<sup>12</sup>S. Rigamonti, *Nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*, FrancoAngeli, Milano, 2005.

economico o intangibile.<sup>13</sup> Nella prima categoria rientra per esempio il conseguente potenziamento della struttura finanziaria, grazie all'acquisizione di nuovo capitale di rischio (ricapitalizzazione), così come l'ampliamento e la diversificazione delle fonti, i quali porteranno ad una possibile e auspicabile espansione in termini di nuovi investimenti ed acquisizioni (*M&A*<sup>14</sup>).

Poi grazie alla quotazione è possibile non solo contenere il costo del capitale dell'impresa, grazie al fatto di poter reperire fondi senza l'intercessione bancaria, ma è anche possibile diminuire il costo del debito ("effetto rating", dato dal miglioramento dello *standing*<sup>15</sup>) o ampliare fondi disponibili, attenuando eventuali situazioni di stretta creditizia. Sul piano extra-economico (o intangibile) invece, l'imprenditore che decide di quotarsi in Borsa ha come obiettivo quello di migliorare la capacità di leadership e questo è possibile

---

<sup>13</sup> F. Perrini, *La gestione della quotazione per valorizzare le Pmi*, Milano, EGEEA, 2000.

<sup>14</sup> Acronimo di "*Mergers and Acquisitions*", in finanza aziendale le fusioni e le acquisizioni sono operazioni nelle quali la proprietà di società, altre organizzazioni aziendali o le loro unità operative, sono trasferite o consolidate con altre entità.

<sup>15</sup> Il *Credit Standing*, o merito creditizio, è assolutamente fondamentale per poter richiedere un finanziamento al sistema bancario e deriva da una serie di requisiti di carattere non solo patrimoniale, in mancanza dei quali le probabilità di ottenere quanto richiesto scendono in maniera vertiginosa.



perché grazie a questa operazione non solo cresce la notorietà e il prestigio dell'azienda, del suo marchio e dei suoi prodotti a livello internazionale, ma si genera anche una significativa attenzione da parte dei media, a vantaggio dell'immagine societaria e dei suoi servizi. Il guadagno intangibile di cui beneficia l'impresa può essere sintetizzato nell'espressione *reputational capital*, il quale, per la Pmi, si trasforma in una leva di marketing e in una risorsa da valorizzare. Questa, unita alla presenza in società di soggetti finanziatori dovuta alla progressiva istituzionalizzazione dell'impresa a seguito del listing, permette di reclutare risorse professionali e qualificate.<sup>16</sup>

La quotazione permette inoltre di attribuire un valore oggettivo alla società e di rendere misurabili le sue performance sul mercato. Ciò consente di finanziare le acquisizioni, anche tramite scambio di azioni. Oltretutto, per effetto della maggiore trasparenza informativa obbligatoria e dell'attività di comunicazione finanziaria, è possibile aumentare le opportunità di accordi con fornitori e distributori. Infine esistono maggiori possibilità di premiare i manager con piani di *stock*

---

<sup>16</sup>Borsa Italiana Italian Exchange, A.I.F.I., PricewaterhouseCoopers, *Guida alla quotazione*, 2001.

*option*<sup>17</sup>, in modo da rafforzare il loro vincolo di fedeltà all'azienda e partecipazione al progetto imprenditoriale.

### *1.2.2 I vantaggi della quotazione per gli azionisti e il management*

Nell'intento di elencare i vantaggi derivanti dalla quotazione in Borsa e le possibili limitazioni connesse allo status di società quotata, occorre precisare in quale posizione si colloca l'osservatore. Per esempio, proprietà e management potrebbero interpretare in maniera piuttosto differente alcune situazioni prese in esame, infatti, se per la proprietà l'approccio al mercato può significare un rischio concreto di perdere il controllo della società, al contrario per il management è qualcosa di positivo, dato che la condizione di vulnerabilità

---

<sup>17</sup>I piani di *stock option* prevedono l'attribuzione a determinate categorie di dipendenti, che generalmente ricoprono funzioni dirigenziali, del diritto di opzione, a determinate scadenze, sull'acquisto di azioni emesse dalla società presso la quale svolgono la loro funzione o in società da questa partecipate.

dell'impresa crea valore e permette l'utilizzo con esito positivo di eventuali *stock options*.<sup>18</sup>

Questo aspetto dell'assetto azionario e del controllo societario è un punto cruciale, considerando che la paura di perdere il controllo è spesso citata dagli imprenditori come dissuasivo per l'iter di quotazione.

Partendo proprio da questo concetto però, si tenga presente che per quanto riguarda l'imprenditore o il gruppo di controllo, tra tutti i benefici di cui possono godere a seguito della quotazione, va menzionata sicuramente la facoltà di liquidare parte della propria partecipazione al capitale sociale, collocando sul mercato una quota di minoranza, senza comunque perdere il controllo della società. Pertanto è possibile conferire liquidità e liquidabilità all'investimento societario attraverso la negoziazione del titolo in Borsa, avendo così modo di disinvestire, in toto o in parte, la propria partecipazione (*exit strategy*). Oltre alla facilità di quantificazione del patrimonio, la

---

<sup>18</sup> M. Binelli, *La quotazione in Borsa della Ferrari. Cambiamenti organizzativi, rischi e fattori critici*, FrancoAngeli, Milano, 2003.

quotazione è un valido strumento per agevolare il passaggio generazionale, permettendo riassetto societari senza provocare la perdita del controllo da parte della famiglia, con o senza coinvolgimenti diretti nella gestione aziendale.<sup>19</sup>

Per quanto attiene invece al piano manageriale, va fatto presente che la piccola e media impresa che si apre al mondo del mercato finanziario deve uscire dall'ottica familiare ed iniziare a pensare di accaparrarsi i professionisti più qualificati, infatti la Pmi quotata risulta molto più appetibile per il management professionale.

La quotazione porta loro un aumento dell'immagine personale e della visibilità anche a livello internazionale, un ampliamento del network di conoscenze e, come specificato sopra, la possibilità di partecipazione ai piani di *stock option*. Oltretutto, dati gli obblighi di trasparenza informativa che la società deve rispettare<sup>20</sup>, gli obiettivi

---

<sup>19</sup> Per quanto riguarda i pro della quotazione per gli azionisti e il management si veda *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI* cit. Perrini F.,2000.

<sup>20</sup> Lo status di società avente titoli negoziati in mercati regolamentati, determina il rispetto di stringenti e peculiari obblighi informativi sia verso il mercato sia verso l'autorità di vigilanza (CONSOB).

Cfr. C. Sottoriva, *Doveri informativi verso il mercato e la Consob*, «ilsocietario.it», 2020.

dell'alta direzione divengono così visibili e i risultati conseguiti dal management sono resi noti al mercato con tempestività.

### *1.2.3 Gli svantaggi e i rischi della quotazione*

La quotazione non è un processo che presenta solo vantaggi, infatti oltre a tutta la serie di benefici descritti in precedenza, comporta altresì il sostenimento di costi non trascurabili, a tal punto che la decisione di approdare in Borsa appare come il risultato di un *trade-off* tra costi e benefici.<sup>21</sup> Dunque l'azienda, al momento di valutare un passaggio così importante nel suo processo di crescita, dovrà tenere in considerazione anche gli aspetti potenzialmente più problematici che possono emergere. Si tratta di aspetti critici, che variano di caso in caso in base alle circostanze e alle specifiche peculiarità dell'impresa.

---

<sup>21</sup> Vedasi *Nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria* cit. Rigamonti S., 2005.

L'ostacolo più frequente che maggiormente disincentiva il pubblico degli imprenditori alla quotazione è la paura di perdere il controllo della propria azienda.<sup>22</sup> Questo accade perché con la quotazione si assiste ad una espansione del complesso societario a nuovi azionisti e alla conseguente modifica della struttura proprietaria.

I cambiamenti dell'assetto azionario conducono inevitabilmente alla possibilità che il proprietario riduca considerevolmente, in forma volontaria o meno, la propria partecipazione nella società. Pertanto si può affermare che la quotazione "sfamiliarizza" l'impresa, gettando le basi per una più chiara distinzione tra azienda e famiglia, senza per questo avvilire quest'ultima che continua ad esercitare il ruolo dell'azionista di controllo<sup>23</sup>. Tra i possibili rischi e limitazioni dell'accesso al mercato dei capitali troviamo anche i costi di gestione ante e post quotazione, la necessità di obblighi informativi e

---

<sup>22</sup> La prospettiva di perdere il controllo dell'azienda risulta infondata per due ragioni: la prima è che non è necessario cedere al mercato una percentuale di maggioranza del capitale; la seconda è che anche ove si ritenesse opportuno aumentare la raccolta e la liquidità e cedere la maggioranza del capitale sociale, il controllo potrebbe essere mantenuto attraverso l'utilizzo di azioni a voto plurimo, per mezzo del quale gli imprenditori possono ulteriormente diluire il capitale senza perdere il controllo dell'azienda (sostanzialmente, un socio con una quota di capitale azionario del 17% ad esempio, potrebbe arrivare a detenere fino al 51% dei diritti di voto in assemblea).

<sup>23</sup>G. Corbetta, *Le aziende familiari. Strategie per il lungo periodo*, EGEA, Milano, 2010.

regolamentari e i rischi derivanti da una congiuntura sfavorevole di mercato. Tra i costi e quindi tra gli svantaggi ne figura anche uno implicito che si quantifica nel cosiddetto *underpricing*<sup>24</sup>, su cui influisce il costo della selezione avversa, la quale rappresenta un altro ostacolo per giovani imprese dotate di scarsa visibilità che stanno ponderando il percorso della quotazione. Il confronto fra vantaggi e svantaggi della quotazione risulta sovente irrisolto se non si indagano approfonditamente le condizioni che presentano i pro superiori ai contro in maniera rilevante. Ciò permette di individuare quali siano i requisiti necessari per una impresa per poter sfruttare a pieno l'ingresso nel mercato, ovvero la presenza di un progetto di crescita, la capacità progettuale che traduca l'idea di business in qualcosa di utile e perseguibile, e in ultimo la qualità dell'azienda e del management che vi lavora. Risulta doveroso aggiungere che la disponibilità di questi requisiti che un'azienda deve possedere dovrebbe essere integrata, in maniera complementare e in chiave di politica

---

<sup>24</sup> L'*underpricing* è il fenomeno per cui il valore con cui si quota un'impresa è inferiore al valore effettivo dell'impresa, riconosciuto dal mercato nel primo giorno di negoziazione dei titoli.

economica, a delle condizioni esterne favorevoli, quali la regolamentazione, l'imposizione fiscale e i servizi di supporto.<sup>25</sup>

### **1.3 Informazioni statistiche e numeri a confronto**

La quotazione in Borsa non è una scelta semplice. È una scelta ardua, che deve essere valutata in ogni suo aspetto, raccogliendo il consenso e la condivisione di tutti gli stakeholders dell'azienda, sui quali si ripercuoteranno gli effetti di una operazione davvero importante nella storia della società. Ad ogni modo, una recente ricerca condotta dalla Consob<sup>26</sup>, sottolinea non solo come le realtà quotate rispetto a quelle non quotate abbiano più facilità di accesso sia al capitale di rischio sia al capitale di debito, ma producano anche tassi di crescita e redditività

---

<sup>25</sup>S. Caselli, *Per amore o per forza: i destini incrociati di banche e imprese*, EGEA, Milano, 2014.

<sup>26</sup>La Commissione Nazionale per le società e la Borsa, nota con l'acronimo Consob, è un'autorità amministrativa indipendente con sede a Roma, dotata di una propria personalità giuridica e piena autonomia. L'attività principale di Consob è quella di vigilare il mercato mobiliare italiano promuovendo uno sviluppo efficiente e trasparente dello stesso e tutelare gli investitori e i risparmiatori che vi si rivolgono. La sua funzione di vigilanza si svolge di concerto con la Banca d'Italia.



più alti, con più possibilità di finanziare progetti innovativi di sviluppo e con un livello di internazionalizzazione più alto. La quotazione in Borsa è un veicolo fondamentale per quelle imprese che bramano di cimentarsi in contesti competitivi sempre più difficili che richiedono una visione strategica, piani industriali solidi e risorse finanziarie importanti per realizzarli.<sup>27</sup>

In merito a ciò che si è appena detto anche Borsa Italiana<sup>28</sup> fornisce alcuni dati che valgono la pena di essere menzionati: in primo luogo *«le imprese quotate sono caratterizzate da alti tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a conservare nel tempo, infatti il fatturato cresce pre-quotazione del 22% annuo e del 18% dopo, a fronte di un 7% medio»*; in secondo luogo *«4 imprese su 5 dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore»*; inoltre *«il 40% delle risorse raccolte in sede di Initial Public*

---

<sup>27</sup> S. Tommaso, *Strategie di innovazione, performance delle imprese e comunicazione in bilancio. Verifiche empiriche e studio di casi*, FrancoAngeli, Milano, 2020.

<sup>28</sup>Borsa Italiana Spa nasce nel 1998 a seguito della privatizzazione dei mercati di borsa italiani e svolge attività di organizzazione e gestione del funzionamento dei mercati di strumenti finanziari.

*Offering*<sup>29</sup> sono destinate all'attività di crescita per linee esterne: più in particolare il 70% delle imprese effettua almeno un'acquisizione e mediamente si osservano, post-quotazione, 4 acquisizioni per impresa»; infine «in corrispondenza dell'accesso al mercato azionario le imprese effettuano investimenti importanti: il tasso di investimento annuo passa dal 15% pre-quotazione al 23% negli anni successivi».<sup>30</sup>

Nonostante questo e nonostante i numerosi vantaggi di cui si è ampiamente trattato nel corso dei precedenti paragrafi, in Italia il mercato dei capitali ha storicamente avuto un ruolo marginale, rappresentando uno dei paesi avanzati in cui la borsa è meno indicativa del tessuto produttivo e industriale. Il nostro rimane tra i paesi più a orientamento banco-centrico a livello europeo, mentre la capitalizzazione di borsa delle società domestiche fatica a raggiungere

---

<sup>29</sup> IPO è l'acronimo di offerta pubblica iniziale (*Initial Public Offering*) e fa riferimento al procedimento con cui una società emette azioni disponibili alla platea degli investitori, che la porterà a raccogliere risorse finanziarie e quotarsi in Borsa.

<sup>30</sup> Si rimanda al sito <http://www.borsaitaliana.it>.

il rilievo registrato in altri stati del vecchio continente.<sup>31</sup> Ciò si attribuisce alla struttura dimensionale delle imprese italiane, basata sul predominio di piccole e medie imprese, spesso a gestione familiare, caratterizzate da una cultura imprenditoriale generalmente poco propensa sia alla crescita della propria azienda sia ad aprire il capitale ad investitori esterni, il tutto unito alla paura di perdere il controllo della società.<sup>32</sup>

A tutto questo si aggiungano gli alti costi della procedura di ammissione alla quotazione e la obbligatoria trasparenza degli oneri informativi. Analizzando in generale le caratteristiche del sistema italiano, uno studio condotto dalla Banca d'Italia<sup>33</sup> evidenzia come le imprese nostrane abbiano fatto più ricorso al finanziamento bancario e meno alla raccolta di capitale di rischio e come ciò si sia tradotto in un sottodimensionamento del mercato

---

<sup>31</sup>P. Abbadessa, S. De Angeli, A. Caloia, G. Pastori, A. Mattioni, A. Travi, E. Balboni, F. Cesarini, T. Treu, G. Bazoli, *Sistema creditizio e sviluppo locale*, a cura di M. Napoli, Vita e Pensiero, Milano, 2004.

<sup>32</sup> G. Romano, *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffrè, Milano, 2012.

<sup>33</sup> La Banca d'Italia è la banca centrale della Repubblica Italiana, un istituto di diritto pubblico, regolato da norme nazionali ed europee. È parte integrante dell'Eurosistema, composto dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro e dalla Banca centrale europea.

borsistico italiano rispetto alle altre economie avanzate<sup>34</sup> (si veda il grafico 1.1).

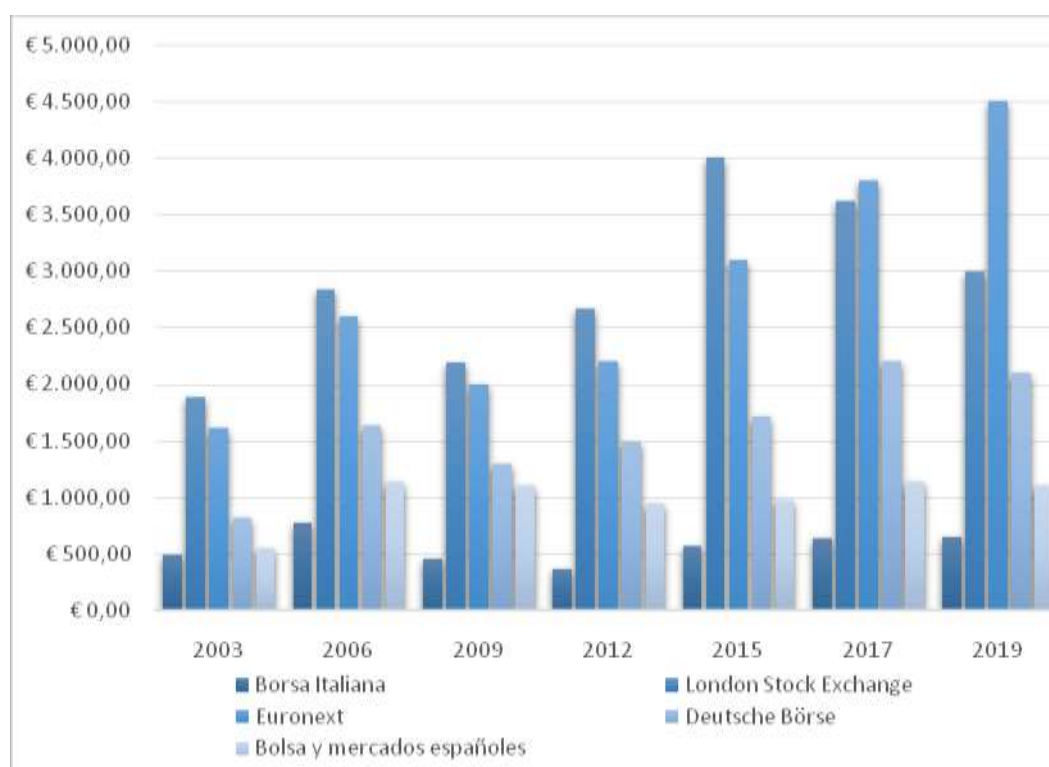
La figura mostra infatti come la capitalizzazione (ossia il valore totale delle azioni della società in circolazione sul mercato) complessiva delle società quotate sui mercati di Borsa Italiana sia stata e continua ad essere di gran lunga inferiore a quelle di altre Borse europee.

---

<sup>34</sup> Redazione ANSA Bankitalia, 12 gennaio 2021.

## Grafico 1.1 – Capitalizzazione di mercato delle principali Borse Europee

(2003-2019, dati in miliardi di €)



Fonte: elaborazione su dati raccolti su *BORSA ITALIANA*, *Comunicati Stampa*, *BME BOLSA Y MERCADOS ESPAÑOLES*, *Publicaciones y Estadísticas*, *Boletines e informes de mercado*, [file:///C:/Users/user/Downloads/20YR-anniversary\\_Brochure\\_1.pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/20YR-anniversary_Brochure_1.pdf), *LONDON STOCK EXCHANGE*, *Reports*, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/6989/umfrage/marktkapitalisierung-deutscher-unternehmen-von-1980-bis-2007/>. (I dati su Euronext dal 2006 al 2019 sono approssimativi)

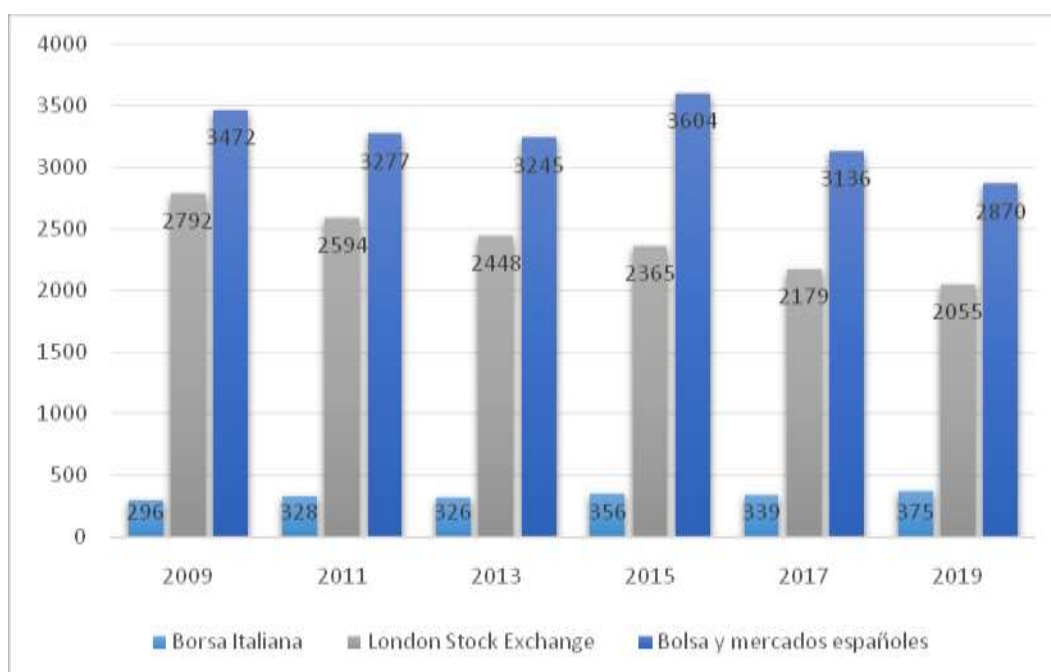
Si consideri inoltre che la ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta non solo alla minor dimensione delle imprese quotate, quanto anche all'esiguo numero di imprese quotate nella Borsa nazionale.<sup>35</sup> Basti pensare che dieci anni fa erano all'incirca 330 le società quotate in Borsa Italiana, 2600 in London Stock Exchange<sup>36</sup> e quasi 3300 in quella spagnola (si veda il grafico 1.2).

---

<sup>35</sup>*Strategie di innovazione, performance delle imprese e comunicazione in bilancio. Verifiche empiriche e studio di casi* cit. Tommaso S., 2020.

<sup>36</sup>London Stock Exchange (LSE) è la borsa valori numero uno del Regno Unito, nonché la più grande d'Europa e rivale della Borsa di New York in quanto a volume di scambi e capitalizzazione di mercato. Nel 2007, la Borsa di Londra acquistò Borsa Italiana per 1,6 miliardi formando il London Stock Exchange Group.

**Grafico 1.2 – Numero di imprese quotate nel mercato italiano, inglese e spagnolo (2009-2019)**



*Fonte: elaborazioni su dati raccolti da BORSA ITALIANA, Comunicati Stampa, BME BOLSA YMERCADOSESPAÑOLES, Publicaciones y Estadísticas, Boletines e informes de mercado, LONDON STOCK EXCHANGE, Reports.*





## CAPITOLO 2

### IL MERCATO AIM ITALIA

#### 2.1 La nascita di un mercato ad hoc per le PMI

Il maggior ricorso al debito bancario rispetto ad altre fonti di finanziamento e la minor dimensione delle imprese italiane rispetto alla media europea giustificano la sottocapitalizzazione del mercato borsistico nostrano. Inoltre nel corso dell'ultimo decennio, a causa della congiuntura economica e dei più stringenti requisiti imposti da Basilea<sup>37</sup> ai bilanci bancari, si è ridotta la possibilità di ricorrere al credito concesso dagli istituti di credito (*credit crunch*), in particolar modo per le PMI, le quali sono state costrette sempre di più a trovare

---

<sup>37</sup>Si fa riferimento ad un insieme di provvedimenti redatti dal Comitato di Basilea per la regolamentazione della gestione bancaria che vennero introdotti nel 2011 in risposta alla crisi finanziaria. Gli accordi mirarono ad uniformare il sistema finanziario e ad assicurare una disciplina omogenea su aspetti cruciali nell'esercizio dell'attività bancaria quali: una adeguata capitalizzazione e una prudente gestione del rischio e della liquidità.

canali alternativi a quello bancario per aumentare il proprio livello di patrimonializzazione. In un contesto come questo risulta fondamentale creare le condizioni per cui le PMI italiane, che peraltro hanno una incidenza di gran lunga superiore sia come numero sia come importanza rispetto a tutti gli altri paesi Europei, possano più facilmente trovare mezzi di finanziamento a titolo di capitale di rischio per effettuare investimenti ed implementare i propri piani di crescita e sviluppo.

A tale proposito nel 2008 ci fu un intervento in questo senso per cercare di offrire una strada percorribile di crescita e sviluppo con accesso diretto al mercato dei capitali per tutte quelle realtà oggetto della questione, che si concretizzò con l'istituzione di AIM Italia, un mercato gestito da Borsa Italiana nato sulla falsariga dell'esperienza di successo del modello inglese *AIM*<sup>38</sup> gestito da London Stock Exchange.

---

<sup>38</sup>AIM, acronimo di Alternative Investment Market, è un segmento del London Stock Exchange programmato per favorire l'ingresso delle imprese più piccole nel mercato del capitale di rischio. AIM permette a queste società di raccogliere risorse quotando in una borsa pubblica con una flessibilità normativa di gran lunga superiore rispetto al principale mercato azionario LSE.

Il verificarsi di tutto ciò è stato reso possibile dall’emanazione della direttiva dell’Unione Europea 2004/39/CE, conosciuta anche come direttiva MiFID<sup>39</sup>, con cui vennero introdotti i Sistemi Multilaterali di Negoziazione, ossia i c.d. *MTF*<sup>40</sup> o “mercati non regolamentati”. Trattasi di mercati destinati per la maggior parte alla quotazione di PMI, in quanto prevedono requisiti, modalità, tempi e costi di accesso in grado di permettere alle piccole imprese di ottenere lo status di società aperte<sup>41</sup> tramite il *listing*, il cui processo risulta meno lungo ed impegnativo e la cui ammissione ha sempre meno una valenza pubblicistica e non richiede la redazione di un prospetto informativo scrutinato dall’Autorità.<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup>MiFID è l’acronimo inglese di *Markets in Financial Instruments Directive* (Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari). Approvata dal Parlamento Europeo nell’aprile del 2004, la MiFID riforma radicalmente il quadro giuridico comunitario in tema di offerta di servizi di investimento.

<sup>40</sup> Le *Multilateral Trading Facilities* sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l’acquisto e la vendita, mediante l’incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. Le MTFs trattano titoli già quotati presso altri mercati.

<sup>41</sup> Per società aperte si intendono società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

<sup>42</sup> Cfr. C. Arlotta, A. Boccia, E. Coda Negozio, L. Dal Maso, A. Imparato, G. Liberatore, G. Pappalardo, F. Parente, L. Pasquetti, G. Prati, G. Renoldi, G. Venturini, F. P. Virgilio, *Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia*, FrancoAngeli, Milano, 2013.

A questo punto la data su cui soffermarsi e riflettere sui motivi di un così grande risultato di questo modello a livello mondiale, è quella del 12 ottobre 2004, che rappresentò un momento chiave nella storia di *AIM*, che quel giorno terminò di essere un mercato regolamentato dall'Unione Europea per convertirsi in un mercato regolamentato dalla sola *LSE*, costituendo dal 1995 il market numero uno al mondo dedicato alle piccole e medie imprese.

Infatti, ciò che rende l'*AIM* unico rispetto agli altri e che ne ha fatto una esperienza di totale successo a livello mondiale, è garantire gli stessi benefici offerti da un mercato regolamentato, ma all'interno di una struttura architettata esclusivamente per quelle imprese sprovviste dei requisiti richiesti dal *Main Market*.<sup>43</sup>

Si arriva dunque al 2008, momento fondamentale nella storia del mercato italiano, quando fu portata a termine una delle prime operazioni scaturite dall'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange, ossia la creazione di *AIM Italia*, un sistema

---

<sup>43</sup> F. Ferragina, M. Mancaruso, L. Palmas, *AIM Italia e quotazione delle PMI*, «contabilità, finanza e controllo», 2008, n. 12, Il Sole 24 Ore, p. 990.

multilaterale di negoziazione gestito per l'appunto da Borsa Italiana, nato con l'obiettivo di offrire alle PMI ad alto potenziale di sviluppo (che necessitano semplicità, procedimenti chiari e tempi certi per la quotazione sul mercato) una nuova opportunità di reperimento di capitali a sostegno della propria crescita. AIM Italia è caratterizzato da requisiti meno stringenti di ammissione e un procedimento snello, specie se paragonato al mercato regolamentato MTA<sup>44</sup> e rappresenta una occasione agevolata di incontro tra tutte quelle realtà economiche interessate ai mercati finanziari e gli investitori specializzati, nazionali ed internazionali.<sup>45</sup> Evolutosi nel corso degli anni fino ad integrare nel marzo del 2012 il MAC<sup>46</sup>, il mercato alternativo del capitale si rivolge principalmente a investitori istituzionali e professionali<sup>47</sup> sul mercato

---

<sup>44</sup>Acronimo di Mercato Telematico Azionario, si tratta di un mercato regolamentato che si rivolge principalmente a imprese di media e alta capitalizzazione e sottoposto a stringenti requisiti, in linea con i migliori standard internazionali in grado di attrarre investitori istituzionali, professionali ed il pubblico risparmio. Inoltre per le società quotate su AIM Italia da almeno 18 mesi è possibile effettuare il passaggio al mercato principale MTA con adempimenti ridimensionati rispetto alle regolari procedure di accesso diretto.

<sup>45</sup> Dal quaderno SAF n. 35 – ODCECMI “Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia”.

<sup>46</sup> Acronimo di Mercato Alternativo del Capitale, è stato un sistema multilaterale di negoziazione istituito e gestito da Borsa italiana. Riservato ad investitori istituzionali, fu inglobato nell'unico mercato AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, attivo dal 1° marzo 2012 e le società quotate sul MAC sono passate sul nuovo listino a partire da tale data e fino al 31 dicembre 2012.

<sup>47</sup>Si intendono per investitori professionali i soggetti di cui all'allegato II sezione I e II della direttiva 2004/39/CE (MiFID).

primario (quello sul quale avviene l'emissione di nuovi strumenti finanziari), mentre il *retail*<sup>48</sup> accede sul mercato secondario (dove avviene lo scambio di titoli già in circolazione). Tra i fattori che hanno contribuito al suo successo troviamo non solo la possibilità di effettuare una quotazione in Borsa con modalità e tempistiche più agevoli, snelle e flessibili rispetto al MTA, e quindi più adatte alla minore dimensione di fatturato delle PMI, ma anche un processo semplificato di IPO, minori costi e adempimenti richiesti durante il periodo di permanenza sul mercato, una base di investitori diversificata e internazionale e infine la possibilità di quotare nuovi veicoli societari di investimento come le SPAC. Inoltre le società che stazionano su AIM Italia da almeno 18 mesi hanno l'opportunità di accedere al mercato principale con minori obblighi rispetto ai procedimenti standard.

---

<sup>48</sup> Per investitori "*retail*" si intendono i risparmiatori (tra cui anche imprese, società o altri enti) che non sono qualificabili come clienti professionali. Si tratta, in pratica, dei comuni risparmiatori che si rivolgono agli intermediari per effettuare i propri investimenti.

### 2.1.1 Il confronto con le altre borse europee

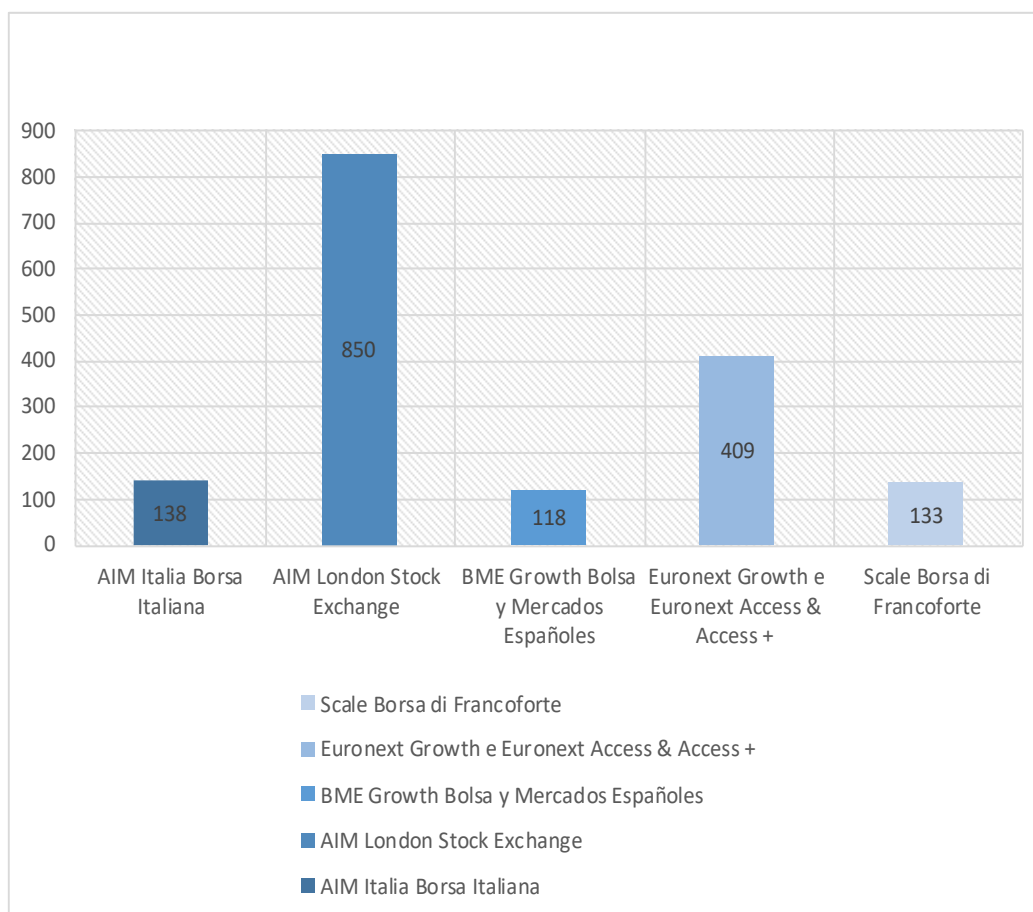
Nonostante tutti i vantaggi derivanti da questa iniziativa a favore delle piccole e medie imprese in cerca di capitali per finanziare il proprio sviluppo e attanagliate al tempo stesso dalla morsa creditizia innestatasi a seguito della crisi dei mutui *subprime*<sup>49</sup>, il ricorso al capitale di rischio per le PMI italiane attraverso l'accesso al mercato dei capitali continua ad essere residuale rispetto alle società emittenti presso altri mercati europei<sup>50</sup> (si veda il grafico 2.1).

---

<sup>49</sup>Nel 2007 il mercato americano dei mutui ad alto rischio (i c.d. mutui *subprime* erogati da parte delle banche e finanziarie a favore dei soggetti ad alto rischio di *default*) è stato scosso dagli effetti che l'ondata di fallimenti delle principali agenzie del credito ha provocato sui mercati finanziari e borsistici di tutto il mondo.

<sup>50</sup> C. Arlotta, E. Coda Negozio, S. Di Diego, M. Fantoni, L. Fici, A. Imparato, F. Micozzi, C. Pesaro, E. Serina, M. Zucca, *PMI e M&A in Italia. Una strada sicura per la crescita*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

**Figura 2.1 – Imprese quotate ad oggi nei segmenti dedicati alle PMI dei principali mercati europei**



Fonte: Borsa Italiana, *analisi e statistiche, mercati*, Euronext.com, bmegrowth.es, londonstockexchange.com e deutsche-boerse-cash-market.com

Come si evince dal grafico il ricorso al capitale di rischio da parte delle PMI italiane innovative e con grande prospettiva di crescita è



poco più alto rispetto a quelle spagnole e molto simile a quelle tedesche.

Diversa è invece la situazione nei mercati gestiti da Euronext<sup>51</sup> e dal già citato London Stock Exchange, i quali propongono percorsi alternativi di accesso ai mercati azionari per molte più imprese rispetto al mercato AIM Italia.

In un paese come il nostro che, tra quelli più avanzati, è quello in cui la Borsa rappresenta meno il tessuto economico ed industriale ed in cui le PMI raffigurano meglio la struttura portante dell'intero sistema produttivo nazionale, risulta evidente come avvicinare le piccole e medie imprese alla Borsa sia uno strumento fondamentale per dare slancio all'economia, recuperando tassi di sviluppo e livelli di occupazione. A proposito di questo e in risposta anche al relativamente scarso numero di piccole e medie imprese quotate sui mercati azionari italiani, va sottolineato il grande sviluppo che si è

---

<sup>51</sup>Euronext è il principale mercato azionario e borsa valori paneuropea nell'Eurozona. Oltre al mercato principale regolamentato Euronext gestisce anche Euronext Growth (precedentemente Alternext) e Euronext Access (ex Marché Libre/Free Market, con Easynext) che include anche il comparto Euronext Access+.

registrato negli ultimi anni nel mercato AIM Italia, la quale rappresenta finalmente una inversione di tendenza per ciò che riguarda l'avvicinamento delle piccole e medie imprese italiane al mercato dei capitali (si veda la tabella 2.2).

**Tabella 2.2 – Sviluppo del mercato AIM Italia (2009-2020)**

	2009	2015	2017	2019	2020
Numero di società quotate su AIM Italia	4	74	95	132	138
Capitalizzazione AIM Italia (dati in €mln)	320	2925	5703	6611	5854
Numero di quotazioni all'anno	2	18	24	31	21

*Fonte: Borsa Italiana*

La tabella mostra attraverso alcuni indicatori sintetici come il mercato AIM Italia per la quotazione delle PMI abbia avuto un notevole sviluppo nel corso degli anni, raggiungendo il suo picco nell'anno

2019, una annata da record per Borsa Italiana dal punto di vista delle ammissioni delle piccole e medie imprese.

Ci si accorge inoltre come purtroppo questa tendenza di crescita del mercato abbia subito una vistosa frenata lo scorso anno a causa dell'ondata pandemica che ha travolto l'intera economia mondiale.

### *2.1.2 Il cross-listing: una alternativa alla borsa domestica*

Quando una impresa decide di reperire risorse finanziarie attraverso il processo della quotazione in Borsa, ha l'opportunità di scegliere se procedere con il listing delle proprie azioni in un mercato del proprio paese o se quotare il proprio capitale nella borsa pubblica di un altro stato. Il *cross-listing*, tradotto in “quotazione incrociata”, si riferisce esattamente a questo procedimento attraverso il quale una impresa costituita in un paese, decide di emettere le proprie azioni in una o più

borse pubbliche estere. Uno dei vantaggi della quotazione incrociata è la possibilità di compravendita di titoli in più fusi orari e in più valute, nonché la possibilità di renderli disponibili ad investitori stranieri che non vi avrebbero mai avuto accesso causa barriere internazionali agli investimenti. Tutto ciò porta ad una maggiore liquidità dell'impresa emittente e ad una accresciuta predisposizione nella raccolta di capitali. Inoltre si avranno degli effetti positivi anche sul fronte della commerciabilità e visibilità dei titoli, in virtù dell'ampliamento geografico della propria base di azionisti, il che garantisce alla società l'accesso ad una maggiore liquidità. Ad ogni modo la scelta di una quotazione incrociata deve essere accuratamente valutata tenendo conto non solo del modello di business e della vocazione internazionale della società emittente, ma anche dei requisiti di accesso, degli obblighi informativi e di governo societario del mercato scelto, che potrebbero risultare sconvenienti per l'impresa interessata ad incrociare le proprie azioni su borse estere.

Grazie al *cross-listing* AIM Italia non risulta pertanto l'unica strada percorribile dalle piccole e medie imprese del nostro paese alla ricerca

di capitali per finanziare ambiziosi progetti di crescita, infatti sono diverse le società italiane che hanno deciso di aprire il proprio capitale e quindi quotarsi su listini esteri. L'AIM del London Stock Exchange e i segmenti Access, Access+ e Growth di Euronext rappresentano delle valide alternative al mercato italiano, essendo allo stesso modo dei Multilateral Trading Facilities non sottoposti alla vigilanza delle autorità, con processi di quotazione snelli e flessibili. L'AIM UK per esempio, una scelta ambiziosa da parte dell'emittente, giustificata da un modello di impresa seriamente pronunciato verso l'internazionalizzazione, prevede obblighi molto simili a quelli di AIM Italia. Allo stesso modo i due comparti di Euronext, che gestisce mercati in Belgio, Francia, Regno Unito, Paesi Bassi e Portogallo, ovvero Euronext Access (comprendente Euronext Access+) ed Euronext Growth, rappresentano delle soluzioni molto accomodanti rispettivamente per start up e PMI, con requisiti di accesso minimi e obblighi anch'essi poco stringenti.

Uno dei casi più rappresentativi di imprese che hanno deciso di quotarsi in un mercato straniero è quello relativo alla società AZ

Leasing<sup>52</sup>, la quale, in data 13 luglio 2012, si è quotata nel mercato francese Marché Libre, sostituito attualmente da Euronext Access gestito da Euronext. Le motivazioni dietro alla scelta di questa realtà italiane di grande successo sono state molteplici, ma quella che ha fatto maggiormente propendere verso tale decisione è stata quella legata ai tempi di quotazione, visto che nel vecchio mercato francese erano sufficienti due mesi per il listing di una start up. Oltretutto è stato dato molto peso alla semplicità con cui la società avrebbe potuto effettuare il trasferimento all'Alternext (ora Euronext Growth), un mercato con più liquidità. In aggiunta sono stati valutati positivamente non solo i costi contenuti per l'operazione, ma anche la presenza di potenziali investitori specializzati nel settore di appartenenza della società in questione, maggiormente disposti all'investimento in terra d'oltralpe piuttosto che in Italia.

---

<sup>52</sup> AZ Leasing, con sede legale in Campania in provincia di Caserta, è una società attiva nel Micro leasing.

## **2.2 I requisiti sostanziali e formali del mercato AIM Italia**

Per realizzare una quotazione di successo la società deve soddisfare, oltre ai requisiti formali previsti dai Regolamenti dei mercati gestiti da Borsa Italiana, un insieme di requisiti sostanziali che riguardano le caratteristiche fondamentali della società.

### *2.2.1 I requisiti sostanziali in fase di IPO*

I requisiti sostanziali sono elementi caratteristici di una società e la verifica della sussistenza di questi requisiti qualitativi è di estrema importanza per l'imprenditore che sta ponderando l'idea di avviare il processo di quotazione in Borsa. Questa decisione è fortemente legata al progetto di crescita, che non può non considerare il *track record* di attività e la sostenibilità futura del modello di business.

La valutazione del *track record*, ossia l'insieme delle performance ottenute nel passato, assimila la valutazione della capacità aziendale di produrre valore. Uno dei momenti più importanti nella fase di preparazione al processo di quotazione è rappresentata dalla messa a punto di una strategia in grado di far comprendere come la società sia intenzionata a creare valore a vantaggio degli azionisti, unitamente alla capacità di saper trasmettere il valore dell'azienda al Nomad, il primo soggetto che accompagna l'azienda nel suo iter di quotazione.

Per il successo dell'operazione di IPO è necessario attrarre l'interesse degli investitori. Tuttavia, per comunicare loro l'esistenza di un progetto di sviluppo interessante e credibile, è indispensabile che il *track record* e il valore del progetto di IPO siano conformi fra loro. In questo modo l'*equity story*, che descrive tutte le caratteristiche finanziarie e organizzative della società e che racchiude i *key drivers* (fattori che esprimono il successo di un'azienda congiuntamente alle possibilità di mercato), sarà in grado di produrre informazioni



preliminari efficaci con il linguaggio degli investitori e rientrare nella loro *asset allocation*.<sup>53</sup>

Il processo di definizione dell'*equity story*, che racchiude in sé il valore dell'azienda e l'opportunità di investimento, rappresenta per l'azienda stessa una occasione di autoanalisi del proprio business e deve essere sostenuto dal *track record* conseguito. In questo modo la società espone il proprio posizionamento competitivo, i punti di forza e di debolezza, i fattori critici di successo, i risultati e le azioni di sviluppo strategico, con lo scopo di aiutare il Nomad nella valutazione del valore aziendale e determinare le ragioni alla base della decisione di acquisto da parte dell'investitore.<sup>54</sup>

Di seguito è esposta una raccolta di requisiti sostanziali per i quali è opportuno che la società ne soddisfi l'esistenza e l'adeguata verifica, con l'obiettivo di ottenere una visibilità più ampia verso gli investitori istituzionali: un *track record* di successo; un piano industriale

---

<sup>53</sup>*Asset allocation* (o "allocazione degli investimenti") è un procedimento di suddivisione delle somme disponibili in un portafoglio unitario, che comprende frazioni variabili dei vari investimenti ([performancetrading.it](http://performancetrading.it)).

<sup>54</sup>C. Iosio, *Ipo per le pmi italiane. Guida pratica e consigli utili per quotarsi in borsa con successo*, Ipsoa, Milano, 2011.

sostenibile e uno spiccato orientamento alla creazione del valore; una strategia chiara e fedelmente riportata nel piano industriale; un solido posizionamento competitivo e leadership di mercato; l'appartenenza ad un settore con buone opportunità di crescita; una struttura finanziaria equilibrata; una buona autonomia gestionale; una marginalità in crescita con fondamentali solidi; una organizzazione manageriale ben strutturata, competente ed esperta; un forte orientamento all'internazionalizzazione; trasparenza della comunicazione finanziaria e buona capacità di innovazione.

### *2.2.2 I requisiti sostanziali post-quotazione*

Con la quotazione si apre un confronto continuo tra il management e la comunità finanziaria: i requisiti sostanziali post quotazione attengono alla capacità dell'impresa e dei consulenti al suo servizio di

gestire le relazioni con gli investitori. Una migliore gestione delle relazioni influisce positivamente sul prezzo dell'azione. Dunque gli elementi sostanziali richiesti dopo l'IPO riguardano la capacità di favorire la visibilità della società sul mercato dei capitali e di comunicare secondo le *best practise*<sup>55</sup> nazionali e internazionali. Attraverso l'operato professionale degli advisors e in particolar modo delle attività di *Investor Relations*, si procede ad una comunicazione finanziaria in grado di trasmettere il valore del *brand* societario e di tutti quegli *assets* intangibili che sono inclusi nel capitale intellettuale dell'azienda e in grado di gettare luce sull'impresa come opportunità di investimento appetibile agli occhi degli investitori.<sup>56</sup>

---

<sup>55</sup>*Best practice* (o "buona pratica") è l'insieme di esperienze, procedure ed attività che, organizzate sistematicamente, possono essere prese come modello di riferimento per favorire l'ottenimento di migliori risultati in svariati ambiti.

<sup>56</sup> In merito ai requisiti sostanziali pre e post quotazione vedasi A. Lambiase, *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2016.

### *2.2.3 I requisiti formali in fase di IPO*

A seconda che l'ammissione alla quotazione avvenga in un mercato o in un segmento piuttosto che in un altro, l'impresa dovrà sottostare a dei requisiti formali che differiscono sotto molteplici aspetti. I requisiti formali di accesso al mercato AIM Italia (che sono stati pensati in maniera tale da incentivare una PMI ad affacciarsi sul mercato azionario) previsti da Borsa Italiana sono semplificati rispetto a MTA, infatti non sono previsti limiti minimi di capitalizzazione, la soglia minima di azioni da emettere sul mercato a livello di flottante deve essere almeno del 10%<sup>57</sup> e vale la redazione di almeno un bilancio certificato in base ai principi contabili OIC o IAS/IFRS<sup>58</sup> a discrezione dell'emittente.

---

<sup>57</sup> Borsa Italiana definisce il flottante come «quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e che sono quindi disponibili per la negoziazione in borsa». Esso rappresenta la parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario. Tale requisito è realizzato se le azioni sono ripartite presso investitori, non parti correlate né dipendenti della società o del gruppo di riferimento, per effetto di un collocamento da effettuarsi contestualmente o in prossimità (ossia non oltre ai due mesi) dell'ammissione alle negoziazioni sul mercato.

<sup>58</sup> I principi contabili nazionali emanati dall'OIC (Organismo Italiano di Contabilità) hanno lo scopo di tutelare e misurare il patrimonio aziendale, servendosi così del bilancio d'esercizio come

Inoltre non sussiste l'obbligo della presenza di una struttura di *corporate governance*<sup>59</sup> specifica in fase di IPO, così come non è necessario un ammontare di tempo minimo di esistenza della società, né tantomeno che l'emittente sia costituita esclusivamente in Italia.

La procedura di ammissione è decisamente più snella rispetto a quella prevista nel main market: è richiesta solo la redazione di un documento contenente informazioni sull'attività, sul management, sugli shareholders e sui dati economico-finanziari della società.

Non è necessaria invece la predisposizione del prospetto informativo (qualora, come di consueto, ci si rivolga esclusivamente ad investitori

---

strumento di analisi e focalizzandosi sul principio della prudenza; i principi contabili internazionali IAS/IFRS (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*) mirano principalmente a fornire un'informativa agli investitori nei mercati finanziari e si applica un approccio di tipo prospettico, mettendo in evidenza le capacità future dell'impresa di produrre utili e dividendi.

<sup>59</sup> «La *Corporate Governance* è l'insieme di strumenti, regole, relazioni, processi e sistemi aziendali finalizzati ad una corretta ed efficiente gestione dell'impresa.». Si tenga altresì conto che, nonostante non vi sia nessun vincolo nei confronti della società che la obblighi a modificare il proprio assetto di *Corporate Governance*, la scelta di allinearsi alle *best practise* su MTA risulta fondamentale per aprirsi al mercato e stabilire un rapporto trasparente con gli Investitori Istituzionali. Inoltre, nonostante nessun obbligo di assetto societario, lo status di società quotata comporta una maggiore responsabilità da parte degli amministratori per ciò che riguarda le scelte gestionali, garantendo però allo stesso tempo che queste vadano incontro agli interessi degli azionisti. Tuttavia con l'avviso n. 17857, pubblicato in data 6 luglio 2020, sono stati ampliati i presidi di *Corporate Governance* con l'obbligo per le società quotate all'AIM della nomina di almeno un amministratore indipendente.

istituzionali)<sup>60</sup> e non si è soggetti all'istruttoria da parte di Borsa Italiana e Consob.

Il ricorso al Nomad, che affianca la società emittente sia in fase di ammissione, sia in fase di permanenza sul mercato e ne gestisce l'intero processo di quotazione, assistendola nell'assolvimento delle sue responsabilità, è obbligatorio e fondamentale.

Infine, in base all'articolo 26 del Regolamento Emittenti AIM Italia, è richiesto per le società quotande la creazione di un sito web con il quale mettere a disposizione del pubblico le informazioni di tipo economico-finanziario inerenti al business e alla composizione degli organi amministrativi e di controllo.

---

<sup>60</sup> Solo nel caso di offerta di tipo mista, ovvero rivolta sia ad investitori istituzionali sia al pubblico, è necessario predisporre anche il Prospetto Informativo in base alla Direttiva 2003/71/CE ("Direttiva Prospetto").

#### 2.2.4 I requisiti formali post-quotazione

AIM Italia non solo prevede una diminuzione e una semplificazione dei requisiti, documenti e adempimenti essenziali per l'ammissione alle negoziazioni, ma, a differenza del mercato principale MTA, prevede anche la non obbligatorietà di pubblicazione di resoconti trimestrali post-ammissione e di altre documentazioni per effettuare successivi aumenti di capitale (si veda tabella 2.3). Gli unici requisiti formali a cui l'azienda deve rispondere per la permanenza sul mercato sono: in primo luogo la nomina di uno *specialist*, ossia un intermediario che svolge funzioni di *market making*, garantendo la negoziabilità dei titoli in maniera continuativa e intervenendo quando le oscillazioni di prezzo diventano eccessive; in secondo luogo la redazione e pubblicazione del bilancio di esercizio e delle relazioni semestrali entro tre mesi dalla chiusura del periodo contabile<sup>61</sup>; in

---

<sup>61</sup>La relazione semestrale deve contenere informazioni sullo Stato Patrimoniale, sul Conto Economico e sul Rendiconto Finanziario.

terzo luogo l'obbligo di informativa *price-sensitive*<sup>62</sup> in ambito di informazioni da fornire e in quello di operazioni straordinarie secondo il Regolamento Emittenti AIM Italia e in base alla prassi sul mercato principale (le comunicazioni *price-sensitive* attengono per esempio ad operazioni significative, operazioni con parti correlate, *reverse take-over* e cambiamenti sostanziali sul business<sup>63</sup>); infine la nomina di uno SDIR (Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate) per assicurare che le informazioni siano comunicate con le modalità e nella tempistica richiesta dai regolamenti di riferimento.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Ai sensi dell'articolo 114 del D.lgs. 58/1998, le informazioni *price-sensitive* di una società o di un titolo devono essere rese pubbliche se idonee a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

<sup>63</sup> Per operazioni significative si intendono quelle aventi un significativo rilievo economico, patrimoniale e finanziario, tra cui rientrano anche le operazioni con parti correlate.



Lo IAS 24 definisce le parti correlate quei soggetti che hanno capacità di controllare un altro soggetto, ossia esercitare una notevole influenza sull'assunzione di decisioni operative finanziarie da parte della società che redige il bilancio.

Con un *reverse take-over* (RTO) o "acquisizione inversa" un'impresa ottiene la proprietà delle azioni di un'altra impresa, emettendo in pagamento un numero di azioni tale che il controllo passa ai proprietari della società acquisita.

<sup>64</sup> Per i requisiti formali pre e post quotazione vedasi *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale* cit. Lambiase A., 2016.



**Tabella 2.3 – Confronto tra i mercati AIM Italia e MTA**

		
<b>Requisiti di ammissione</b>		
<b>CAPITALIZZAZIONE MINIMA</b>	Non è richiesta nessuna capitalizzazione minima	Capitalizzazione minima € 40 milioni
<b>FLOTTANTE MINIMO</b>	10%(almeno cinque investitori professionali o dodici investitori, di cui almeno due professionali <sup>65</sup> )	25%
<b>STRUTTURA DI GOVERNO SOCIETARIO</b>	Non è richiesta nessuna particolare forma di <i>Corporate Governance</i>	Forma di <i>Corporate Governance</i> ispirata al Codice di Autodisciplina
<b>ANNI DI ESISTENZA DELLA SOCIETÀ</b>	Non è richiesto un numero minimo di anni di esistenza	Minimo 3 anni di esistenza
<b>CONSULENTE PRINCIPALE</b>	Nomad	Sponsor / Global Coordinator
<b>Documenti di ammissione</b>		
<b>BILANCI CERTIFICATI</b>	1 (se esistente)	3
<b>PRINCIPI CONTABILI</b>	Italiani o Internazionali	Internazionali
<b>ALTRI DOCUMENTI</b>	Documento di ammissione	Prospetto informativo, Sistema sul Controllo di Gestione, Presentazione del Q-MAT <sup>66</sup> , Piano Industriale
<b>Procedura di ammissione</b>		
<b>DUE DILIGENCE BORSA ITALIANA</b>	No <i>Due Diligence</i> Borsa Italiana, bensì <i>Due Diligence</i> Nomad	<i>Due Diligence</i> Borsa Italiana
<b>DUE DILIGENCE CONSOB</b>	No <i>Due Diligence</i> Consob (eccetto in presenza di offerta pubblica di acquisto - OPA)	<i>Due Diligence</i> Consob per l'approvazione del prospetto formativo
<b>Adempimenti per l'ammissione</b>		
<b>INFORMATIVA AL MERCATO</b>	Obbligatoria	Obbligatoria
<b>NOMINA DELLO SPECIALIST</b>	Obbligatoria	Obbligatoria
<b>PUBBLICAZIONE RESOCONTI TRIMESTRALI</b>	No resoconti trimestrali	Obbligatoria

Fonte: Borsa Italiana

<sup>65</sup> L'obbligo della presenza di investitori professionali in fase di collocamento è una garanzia che la valutazione iniziale della società sia congrua e basata su considerazioni oggettive.

<sup>66</sup> Il Q-MAT (acronimo di *Quotation Management Admission Test*) è un documento redatto in forma di questionario che rappresenta un test di autovalutazione delle società quotande e delle società che intendono quotarsi in futuro, per la verifica della sussistenza dei requisiti sostanziali per la quotazione.

## **2.3 I soggetti coinvolti nel processo di quotazione in Borsa**

La scelta del team di consulenti che accompagnerà la società durante tutto l'iter della quotazione, dalla fase di preparazione fino a tutto il periodo di permanenza sul mercato, è opportuno che sia ben studiata e oculata. La società dovrà scegliere il Nomad, il global coordinator, lo specialista e gli altri consulenti (legali, di comunicazione e Investor Relations, società di revisione).

### *2.3.1 Il Nomad*

Lo sviluppo e il relativo successo registrato dal mercato gestito da Borsa Italiana AIM Italia è dovuto alla garanzia del miglior equilibrio possibile tra le esigenze delle piccole e medie imprese emittenti (in merito ai requisiti di ammissione minimi e alle procedure agili) e le esigenze degli investitori domestici e internazionali, reso possibile

grazie alla presenza del Nomad e di una consono trasparenza informativa. Il ricorso al Nominated Advisor (il cosiddetto “Nomad”), rappresenta una delle più grandi novità di AIM Italia, la cui presenza è imprescindibile e costituisce il soggetto più importante tra quelli coinvolti nell’iter di quotazione. Esso valuta l’appropriatezza di un emittente che presenta domanda di ammissione all’AIM Italia.

Il Nomad svolge un’attività di assistenza e supporto all’emittente in forma continuativa, sia in fase di ammissione, sia dopo la quotazione, operando con la dovuta professionalità e diligenza richiesta dalla natura dell’incarico.

Considerata l’importanza della funzione svolta, il ruolo di Nominated Advisor può essere ricoperto esclusivamente da intermediari in possesso di serrati requisiti di professionalità, competenza ed esperienza, la cui presenza è garantita dall’iscrizione presso un apposito albo gestito da Borsa Italiana.<sup>67</sup>

---

<sup>67</sup>P. Preti, M. Puricelli, *La guida del Sole 24 Ore alla gestione delle Pmi. La soluzione alle problematiche più tipiche della piccola e media impresa italiana*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2011, (Le guide de Il Sole 24 Ore).

Gli stringenti criteri di ammissione imposti da Borsa Italiana a cui il richiedente deve rispondere per poter ottenere la qualifica di Nomad sono fedelmente ripresi dal Regolamento Nominated Advisor: *«essere una banca o una impresa di investimento comunitaria o una impresa appartenente a una rete di società di revisione legale di cui all'articolo 1 del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39. Questa ultima deve essere una società di capitali che ha costituito un consiglio di amministrazione e nominato un collegio sindacale (le persone fisiche non possono essere Nominated Advisor) nota al mercato e con adeguata professionalità»; «sottoporre il bilancio al giudizio di un revisore legale o una società di revisione legale»; «avere esercitato attività di corporate finance<sup>68</sup> per un periodo di tempo adeguato (che sarà di norma pari ad almeno due anni) e avere, come soggetto nel suo complesso, un'esperienza adeguata nel fornire consulenza professionale e di qualità in relazione ad operazioni di corporate finance»; «avere un numero di dipendenti sufficiente per*

---

<sup>68</sup>La *corporate finance* (traducibile come “finanza aziendale” o “finanza di impresa”) si occupa di analizzare tutte le dinamiche e i processi dell'azienda, al fine di ottimizzarne la struttura, migliorarne la gestione e massimizzarne la creazione di valore operando su diverse aree di interesse: analisi degli investimenti a lungo termine; analisi della struttura finanziaria, gestione del capitale circolante e analisi della composizione del debito finanziario.

*svolgere le attività richieste»; «avere key executives<sup>69</sup> dotati di adeguata professionalità ed esperienza comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti e di una idonea competenza tecnica in materia di corporate finance e in pratiche di mercato. Detti soggetti devono inoltre avere una solida comprensione del quadro legale e regolamentare relativo alle attività di corporate finance e conoscenza del Regolamento Nominated Advisors e del Regolamento Emittenti»; «avere in essere adeguati controlli e procedure al fine di rispettare il presente. Per le banche e le imprese di investimento questo criterio si intende già soddisfatto». <sup>70</sup>*

Entrando più nello specifico dei compiti svolti dal Nominated Advisor, in base al ruolo che gli viene affidato (preservare l'integrità e la reputazione del mercato) e alle responsabilità specificatamente elencate nel regolamento, sia durante la fase di ammissione sia in fase continuativa, questi sarà tenuto a svolgere una serie di attività, tra le quali: una valutazione preliminare sulla probabilità che la società

---

<sup>69</sup>Key Executive refers to any Employee of the Company who is an officer or other key executive of the Company who qualifies as a "highly compensated employee or management employee" within the meaning of Title I of ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*).

<sup>70</sup>Cfr. Borsa Italiana, Regolamenti, AIM Italia, *Regolamento Nominated Advisor*, 1° marzo 2012.

target ha di ottenere risorse finanziarie; la pianificazione e la gestione di tutto il processo di ammissione, a partire dalla fase preliminare di valutazione fino alla quotazione; l'accompagnamento nella preparazione dell'intero team di quotazione; la definizione degli oggetti e dell'ampiezza della *due diligence* e valutazione degli esiti; la verifica dei comunicati pubblici emessi dalla società emittente; l'assicurazione che la società emittente sia in *compliance*<sup>71</sup> rispetto al regolamento emittenti; ogni ulteriore assistenza utile e necessaria alla società come l'assistenza per la valutazione del capitale economico, per la composizione del Consiglio di Amministrazione<sup>72</sup>, per la eventuale definizione del sistema di reporting e di controllo di gestione, per la preparazione del documento di ammissione e di ogni altro documento necessario.<sup>73</sup>

---

<sup>71</sup>Compliance (in italiano “conformità normativa”) è utilizzato nell’ambito economico e giuridico e deriva originariamente dalla finanza statunitense. Indica l’osservanza delle regole da parte delle aziende e dei dipendenti.

<sup>72</sup> Con avviso n. 17857 del 6 luglio 2020, Borsa Italiana ha introdotto l'obbligo per gli Emittenti AIM Italia di nominare almeno un amministratore indipendente nel proprio consiglio di amministrazione.

<sup>73</sup> F. La Ferla, F. Ferragina, M. Mancaruso, *AIM Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione*, «contabilità, finanza e controllo», n. 8/9, 2009, Il Sole 24 Ore, p. 711.

Il Nomad ha inoltre l'obbligo di dimostrare a Borsa Italiana l'indipendenza nei confronti dell'emittente, nonché la mancanza di qualsiasi situazione di conflitto di interessi dei principali esponenti.

La comunicazione al mercato acquisisce una rilevanza strategica ai fini del buon esito dell'IPO, in quanto mirata a favorire la convergenza tra l'interesse dell'emittente a raccogliere il maggior volume possibili di risorse e l'interesse degli investitori a valutare adeguatamente il profilo di rischio-rendimento dell'operazione. In questo contesto diviene di importanza centrale il ruolo svolto dal Nomad con la *due diligence* (espressione proveniente dal latino *debita diligentia*, ossia investigazione condotta con la diligenza dovuta al caso specifico, che comprende le specifiche procedure preliminari consistenti in accurate verifiche), in quanto finalizzata a garantire al mercato che tutte le informazioni sulla società ed eventuali controllate siano vere e complete, attraverso il supporto di esperti contabili e strutture professionali appropriate.<sup>74</sup>

---

<sup>74</sup> J. Floreani, M. Polato, *Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari. Profili operativi e regolamentari*, Giappichelli, Torino, 2012.

Lo svolgimento di un'indagine preliminare completa si articola in diverse tipologie di *due diligence*, tra le quali si individua quella di tipo manageriale, che prevede l'individuazione dei valori perseguiti dall'azienda e delle capacità di gestione dei suoi manager attraverso una serie di colloqui con il personale direttivo per conoscere i principali aspetti operativi e finanziari della società target e i progetti futuri della stessa. Poi si trova quella finanziaria, con l'analisi degli aspetti economici, patrimoniali e finanziari della società che verranno inseriti nel documento di ammissione. La *due diligence* legale consiste invece nell'analisi della documentazione legale dell'emittente (contratti, contenziosi, licenze, autorizzazioni, verifica dei libri sociali ecc.) con lo scopo di tutelare la società da qualsiasi rischio di natura legale. Quella fiscale è l'insieme di attività di analisi finalizzate a evidenziare eventuali criticità, controllare la liceità e la conformità di ogni operazione di ambito fiscale posta in essere dalla società target, con riferimento ai periodi di imposta fiscalmente aperti. Infine è presente anche la *due diligence* commerciale, che si caratterizza per l'indagine sulla congruità tra il posizionamento e la proposta di valore



della società emittente e il suo scenario competitivo e modello di business.

### *2.3.2 Il global coordinator*

Tra gli altri attori coinvolti nel processo di quotazione su AIM Italia si inserisce il global coordinator<sup>75</sup>, ruolo che può essere svolto anche dallo stesso Nomad. Il global coordinator è l'intermediario incaricato del collocamento delle azioni della società quotanda. Le valutazioni per la scelta di questo soggetto da parte dell'emittente vertono sulle sue relazioni imbastite con i finanziatori, le sue capacità di collocamento presso gli investitori istituzionali e/o retail (solo se previsto) delle azioni oggetto di quotazione, di sponsorizzazione della società emittente nei confronti della comunità finanziaria e della sua

---

<sup>75</sup>Attività che può essere svolta da banche di investimento, italiane o estere, munite di autorizzazione per lo svolgimento dei suoi servizi in base al D.lgs. n 385/1993 o da un intermediario finanziario secondo l'art. 107 del Testo Unico in materia bancaria e creditizia.

conoscenza delle logiche di investimento dei principali operatori di mercato.<sup>76</sup>

Generalmente l'attività del global coordinator comincia nelle fasi preliminari al processo di quotazione, nel momento in cui l'azienda opta per l'apertura al mercato dei capitali per portare avanti le proprie strategie di sviluppo, infatti questo soggetto potrebbe persino far desistere l'impresa dall'intraprendere il listing e virare su altre forme di finanziamento.

Dato il suo ruolo di coordinamento il global coordinator è presente in tutte le fasi dell'operazione e i suoi compiti sono molteplici. Infatti non solo provvede ad organizzare gli incontri con i potenziali investitori istituzionali e poi esporre i dettagli e le motivazioni alla base dell'investimento nei titoli della società, ma anche all'allestimento del *Road Show*, che prevede una serie di incontri tra il management della società e la comunità di investitori istituzionali, costituendo la prima presentazione pubblica della società.

---

<sup>76</sup>CONFAPIMILANO, *Quotazione all'AIM, le figure coinvolte*, 16 dicembre 2020.

Gli incontri si svolgono sia in Italia sia all'estero e nel corso delle presentazioni saranno esposti i progetti di crescita della società quotanda, i valori economico-finanziari conseguiti, le caratteristiche strutturali dell'offerta e gli attori chiamati in causa durante l'operazione. Inoltre questi si attiva a selezionare eventuali incontri di tipo *one-to-one* con operatori interessati ad un investimento stabile nella società, individuati a seguito di una propensione particolare ad investire in quel titolo emersa durante la fase di pre-marketing curata dal global coordinator e mettere a disposizione dell'emittente la documentazione per consentire la valutazione delle richieste di sottoscrizione. Anche l'attività di *bookbuilding* è gestita dal global coordinator: si tratta della gestione di un *book* (apposito registro) dove vengono schedate e aggiornate tutte le proposte di acquisto formalizzate dagli investitori. L'insieme degli ordini raccolti determinano successivamente il prezzo finale dell'IPO<sup>77</sup>; infine agisce sulla stabilizzazione del prezzo del titolo a seguito della quotazione.

---

<sup>77</sup>C. Arlotta, F. Bertolotti, E. Coda Negozio, C. Pesaro, G. Venturini, Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia, n. 35 Commissione Finanza e Controllo di Gestione, Osnago (LC), 2011.

### 2.3.3 *Lo specialist*

Ai sensi della normativa di Borsa Italiana per i titoli quotati sul mercato AIM, l'emittente di un titolo quotato deve dotarsi e mantenere in via continuativa uno specialist, con il fine di garantire un livello di liquidità adeguato. Lo specialist dunque svolge attività di *market making*, sostenendo la liquidità di uno o più titoli azionari mediante l'esposizione continua di proposte di acquisto e di vendita a prezzi che non si scostino tra di loro di una percentuale (spread) superiore a quella stabilita da Borsa Italiana. In sostanza questo soggetto ha il compito di sopperire a momentanee carenze sia dal lato della domanda sia dell'offerta.<sup>78</sup>

Si precisa inoltre che il Nomad, oltre alla possibilità di svolgere il ruolo di global coordinator, può anche fungere da specialist.

---

<sup>78</sup>M. Regalli, *La quotazione delle small cap ed il ruolo degli intermediari*, Giappichelli, Torino, 2000.

Gli altri compiti legati a questa figura sono: la pubblicazione periodica di analisi, studi e ricerche sulla società emittente con il fine di mettere a disposizione degli investitori informazioni in merito all'andamento societario<sup>79</sup>; la gestione del *book* istituzionale e la promozione di incontri tra il management societario e la comunità finanziaria.<sup>80</sup>

#### 2.3.4 *Gli altri advisors a supporto del Nomad e della società emittente*

Per il buon esito dell'operazione sarebbe consigliabile che l'emittente venga affiancato da un *advisor* finanziario, il quale ha un ruolo di estrema rilevanza. Esso infatti accompagna l'impresa in una lunga serie di attività che riguardano soprattutto la fase antecedente la quotazione, tra cui quella di assistere l'impresa e il suo management

---

<sup>79</sup> Per ovvii motivi di indipendenza, non possono esercitare l'attività di specialist gli operatori che appartengono al gruppo di cui fa parte l'emittente o facente capo all'emittente. La stessa cosa vale per il ruolo del global coordinator.

<sup>80</sup> Borsaitaliana.it

nella redazione del piano industriale e nell'individuazione delle variabili chiave del business e quella di valutare la fattibilità e la convenienza dell'operazione, predisponendo il piano industriale e implementandolo con il sistema di controllo di gestione.

Di importanza chiave anche l'attività di definire la struttura societaria ottimale per la presentazione di un'offerta adeguata sul mercato, sulla base del fabbisogno finanziario e supportare l'azienda nell'esecuzione della *due diligence* finanziaria e nella redazione del documento di ammissione.<sup>81</sup>

Per una adeguata verifica sulla fattibilità di IPO da parte della impresa emittente, il Nomad può circondarsi di altri consulenti o figure professionali, tra cui la società di revisione. Nello svolgimento della certificazione dei bilanci e delle situazioni contabili della società quotanda, la società di revisione riesce a mantenere un profilo

---

<sup>81</sup> Fonte: Camera di Commercio di Sondrio, Supporto Specialistico Registro Imprese, con la supervisione scientifica del Politecnico di Milano *School of Management*, «allegati», AIM Italia, 2020.

imparziale sui vari aspetti attorno all'emittente in quanto non coltiva nessun interesse personale nel successo del processo di quotazione.

Tra le varie funzioni dell'*auditing firm*<sup>82</sup> si includono, oltre la verifica di dati economico-finanziari presenti nel documento di ammissione e del *business plan* e la redazione di documenti che attestino la solvibilità dell'azienda e l'informativa previsionale, anche il rilascio di *comfort letters* nelle quali si dichiara la veridicità dei dati analizzati nella *due diligence*.

Invece la società di comunicazione finanziaria si attiva per rendere visibile la società quotanda in concomitanza con l'attività del consulente di IR (*Investor Relations*). L'efficacia del suo intervento si riscontra sia nella fase *pre-listing* sia nella fase *post-listing*, in cui l'*advisor* di comunicazione ha come obiettivo quello di massimizzare l'interesse e la visibilità dell'impresa emittente agli occhi della comunità finanziaria attraverso attività di marketing.

---

<sup>82</sup> Termine inglese che sta per "società di revisione". Questa figura assume un ruolo di grande rilievo e deve essere scelta tra quelle iscritte all'albo speciale CONSOB di cui all'art. 161 del Testo Unico della finanza.

I consulenti legali accompagnano la società emittente ed altri attori durante l'iter di quotazione in merito agli aspetti legali, contrattualistici e normativi, come per esempio la disamina del documento di ammissione, l'approfondimento degli aspetti legati alla *corporate governance* e la messa a punto della *due diligence* legale richiesta dal Nomad.

In ultimo troviamo la già citata figura dell'*Investor Relations Manager* e ufficio stampa, i quali svolgono una funzione di raccordo tra gli azionisti e l'impresa che emette strumenti finanziari quotati, fornendo a quest'ultima la *market intelligence*, ossia importanti *feedback* sull'andamento del mercato degli investitori.<sup>83</sup>

L'importanza del suddetto soggetto è cresciuta sempre di più nel corso del tempo e, rispondendo a una esigenza di comunicazione della società con l'esterno sempre più completa e trasparente, questa figura

---

<sup>83</sup> Fonte «solofinanza.it», *che cosa sono le Investor Relations*, 2010.



professionale è divenuta obbligatoria a partire dal 16 settembre 2020, con avviso n. 17857 del 6 luglio 2020 di Borsa Italiana.<sup>84</sup>

Per via dei suoi non trascurabili incarichi l'*IR advisor* deve conoscere approfonditamente il contesto finanziario e monitorare costantemente l'evoluzione delle normative e delle disposizioni di Borsa Italiana e della Consob. Inoltre deve essere dotato di buone capacità comunicative di cui servirsi durante gli incontri con analisti, gestori di fondi e investitori istituzionali. Infatti nell'ambito del suo operato come promotore delle PMI quali opportunità di investimento per gli investitori istituzionali rientrano le seguenti attività: assistere la PMI nella fase precedente e successiva alla quotazione nella costruzione e valorizzazione dell'*Equity Story*; l'organizzazione di incontri con gli investitori per la raccolta di capitale e la condivisione del progetto strategico; la gestione delle relazioni e fidelizzazione di target specifici di investitori; favorire l'allineamento del valore d'impresa

---

<sup>84</sup>Cfr. par. 4.1

alle aspettative del mercato; l'elaborazione delle comunicazioni *price sensitive* e della documentazione rivolta al mercato.<sup>85</sup>

---

<sup>85</sup>PMI Capital, *Il Processo di quotazione su AIM Italia*, «pmicapital.it», 2017.

## CAPITOLO 3

# L'ITER PROCEDURALE DEL LISTING E LE MISURE A SOSTEGNO DELLE PMI

### 3.1 Fasi, tempistiche e costi del processo di quotazione

Il processo di quotazione deve essere formalizzato mediante l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti di una specifica delibera accettata dal Consiglio di Amministrazione. L'intero iter di quotazione si distribuisce su tre fasi: preparazione, esecuzione e *due diligence*, collocamento e ammissione.

La fase di preparazione include attività come la scelta dell'*advisor* finanziario e lo studio di fattibilità, con valutazione preliminare della società; la definizione di un piano industriale<sup>86</sup> sostenibile e la

---

<sup>86</sup>Borsa Italiana definisce il piano industriale come «documento che illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno

costruzione dell'equity story, l'effettuazione di eventuali modifiche del sistema di *Corporate Governance* e del sistema di controllo di gestione, l'avviamento dei contatti con Borsa Italiana S.p.A. e l'individuazione e designazione del *Nominated Advisor* e del team di consulenti (società di revisione, società di comunicazione e Investor Relations, studio legale), così come la compilazione del calendario e condivisione delle attività da svolgere e della relativa tempistica.

L'avvio della fase di preparazione varia a seconda delle caratteristiche dell'azienda. Ad ogni modo si stima che tutto il processo debba iniziare 24-12 mesi prima della quotazione.

Nella fase di esecuzione (circa due-tre mesi prima della data di ammissione prevista) invece prende avvio la *due diligence*, così come la predisposizione del Documento di ammissione<sup>87</sup>, poi inizia l'attività

---

realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei *key value drivers* e dei risultati attesi.»

<sup>87</sup>Il documento di ammissione include una serie di informazioni equivalenti a quelle contenute nel Prospetto Informativo che tutte le società intenzionate a quotarsi in mercati regolamentati devono predisporre, ossia relative all'attività della società, al management, agli azionisti e ai dati economico-finanziari. La struttura del Documento e tutte le informazioni che devono categoricamente essere incluse in esso sono individuate dal Regolamento emittenti AIM Italia, che

di presentazione agli analisti e di pre-marketing con gli investitori e la gestione delle relazioni con la stampa a sostegno della visibilità dell'*equity story*.

Nella fase conclusiva di collocamento e ammissione (sei settimane prima della data di ammissione) si svolgono infine le seguenti attività: in primo luogo la verifica e la risoluzione delle problematiche emerse dalla *due diligence*, poi, circa due settimane prima della data di ammissione, l'organizzazione di *road-show* e incontri *one-to-one* per gli investitori; in secondo luogo il *bookbuilding* gestito dal global coordinator (che in tale attività viene definito *book runner*) per la raccolta e classificazione degli ordini da parte degli investitori istituzionali; a dieci giorni dalla data di ammissione prevista c'è la presentazione della comunicazione di pre-ammissione in base al Regolamento Emittenti AIM Italia; la preparazione e il conseguente invio della domanda di ammissione si effettua una settimana prima

---

fa a sua volta riferimento alle disposizioni contenute nel Regolamento 809/2004/CE. In ultimo, il Documento di ammissione può essere redatto in lingua italiana o inglese, secondo la determinazione svolta dall'emittente al momento dell'ammissione all'AIM Italia.

della data di ammissione; in ultimo, non oltre tre giorni prima della data prevista della quotazione, si procede con l'invio del Documento di ammissione, con la presentazione dell'evidenza del pagamento dei corrispettivi per l'ammissione all'AIM Italia, la pubblicazione sul sito internet della società quotanda del Documento di ammissione e il collocamento dell'offerta con determinazione finale del prezzo e definizione della struttura dell'offerta.

Finalmente si arriva alla faticosa quotazione.<sup>88</sup>

---

<sup>88</sup>In merito alle attività da svolgere durante il processo di quotazione vedasi C. Arlotta, F. bertoletti, A. Boccia, E. Coda Negozio, C. Pesaro, G. Venturini, *Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2012.

### 3.1.1 *Le diverse modalità di IPO*

In italiano IPO è l'acronimo di “Offerta Pubblica Iniziale”, ovvero l'offerta di titoli azionari al pubblico fatta da una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato.

Il procedimento che sta alla base di una IPO si dispiega su più fasi che sono state analizzate nel corso del precedente capitolo. Si è visto come nella fase finale, quella di collocamento e ammissione, si arriva nell'ultima settimana antecedente la quotazione alla formalizzazione della struttura dell'operazione, ovvero la definizione della composizione dell'offerta. In altre parole si determina la modalità con cui la società diffonde le sue azioni fra il pubblico creando così il suo flottante.<sup>89</sup>

Le modalità con cui una impresa offre al pubblico di investitori nuovi titoli che successivamente saranno scambiati liberamente sul mercato

---

<sup>89</sup>M. Paolucci, *IPO: cos'è e come funziona un'Offerta Pubblica Iniziale*, AdviseOnly, 29 maggio 2019, <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/ipo-cose-e-come-funziona-unofferta-pubblica-iniziale/>.

sono essenzialmente tre: l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), con cui il Consiglio di Amministrazione delibera di collocare sul mercato azioni di nuova emissione, aumentando così il capitale sociale. Queste azioni possono essere destinate al pubblico indistinto degli investitori o solo agli investitori istituzionali, oppure riservati a un certo numero di soggetti selezionati; la seconda modalità è l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV), per mezzo della quale i soci vendono le azioni già esistenti in loro possesso. Entrando più nel dettaglio, con la OPV la società offre agli investitori tutte o parte delle proprie azioni con diritto di voto, le quali, anche in questo caso, possono essere destinate al pubblico indistinto degli investitori oppure riservate a un ristretto numero di soggetti selezionati; infine l'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS), che è un mix tra i due tipi di offerta ma è più raro rispetto agli altri due. Si offrono sia azioni già emesse sia azioni di nuova emissione.

In sostanza la differenza tra OPS e OPV si trova nell'incasso generato per la società. Dal lato dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione, il collocamento equivale ad un aumento di capitale che genera quindi



flussi di cassa per la società da quotare in Borsa. Dal lato dell'Offerta Pubblica di vendita invece, l'incasso generato non è per la società ma è unicamente a disposizione della proprietà dell'azienda poiché corrisponde ad un atto di vendita.<sup>90</sup>

Per quanto riguarda invece la determinazione del prezzo, inclusa anch'essa nello stage finale della fase di collocamento e ammissione, va precisato che il prezzo di avvio della quotazione in Borsa della società avviene mediante l'esame del *bookbuilding*. In base all'entità della domanda da parte degli investitori si stabilisce il prezzo definitivo e con la determinazione del prezzo delle azioni, l'IPO giunge a conclusione.<sup>91</sup>

---

<sup>90</sup>Redazione Money.it, *Cos'è un'IPO? Ecco come funziona l'offerta pubblica iniziale in Borsa*, Economia e Finanza, Azioni, Piazza Affari, 8 dicembre 2016.

<sup>91</sup>C. Scipioni, *IPO – Offerta Pubblica Iniziale*, *BorsaInside*, *Borsa Italiana*, Finanzinside, giugno 2013, <https://www.borsainside.com/finanzinside/ipo/>.

### 3.1.2 I costi della quotazione

I costi che l'emittente sostiene per il processo di quotazione su AIM Italia possono essere raggruppati in tre categorie: costi fissi di *advisory*, costi variabili di collocamento e costi fissi annuali. I costi fissi riflettono la struttura, dimensione e complessità aziendale e includono: le consulenze specifiche necessarie per valutare la fattibilità di IPO attraverso le attività di *due diligence* e il supporto della società nel processo; le eventuali pratiche amministrative da svolgere per adeguare e mantenere la struttura societaria al nuovo status e la revisione dei bilanci.

Di seguito vengono riportate le cifre attinenti ai costi fissi di *advisory* emerse dallo studio di AIM Italia News: 20.000 euro per corrispettivi AIM Italia; tra 100.000 e 400.000 euro per *financial advisor*: 100.000 euro per il Nomad; 20.000 euro per lo specialist; 30.000 euro per la società di revisione; 10.000 euro per il fiscalista; 80.000 euro per le

spese legali e notarili; 10.000 euro per Monte Titoli<sup>92</sup> e la gestione del libro soci.

Complessivamente si parla di una cifra compresa tra i 350.000 e gli 800.000 euro.

Per quanto riguarda invece i costi variabili, essi attengono al collocamento del titolo e sono definiti come percentuale sulla raccolta effettiva di capitale (OPS + OPV). Tali costi includono sia le commissioni di collocamento azionario (global coordinator: 4-5% del controvalore dell'IPO), sia la *success fee*<sup>93</sup> (financial advisor: 0,8-1,0% della capitalizzazione).

I costi post-quotazione (annuali) invece possono essere ripartiti in questo modo: 12.600 euro per AIM Italia; 5.000 euro per Consob; 40.000 euro per il Nomad; 35.000 euro per lo specialist; 15.000 euro

---

<sup>92</sup>Si tratta del Deposito Centrale Titoli italiano, ovvero un'organizzazione che tiene in custodia titoli finanziari, sotto forma di certificati cartacei o informatizzati, allo scopo di facilitarne gli scambi di proprietà. Dal 2002 Monte Titoli S.p.A. è entrata a far parte del gruppo Borsa Italiana.

<sup>93</sup> Un compenso variabile legato al successo dell'operazione.

per la società di revisione; 15.000 euro in spese legali e altrettanti 15.000 euro per Monte Titoli e gestione del libro soci.

La cifra totale si aggirerebbe intorno ai 130.000 – 150.000 euro.<sup>94</sup>

Secondo un'analisi condotta nel 2014 dall'Ufficio Studi e Ricerche IR Top<sup>95</sup> su un campione di 23 società su AIM Italia, il valore medio delle spese per l'ammissione a quotazione è stato pari a 700.000 euro, con un valore massimo di 2 milioni e un minimo di 200.000 euro.

In tempi più recenti invece è stata svolta un'analisi sui costi di quotazione di 21 IPO effettuate su AIM Italia nel 2020 ancora da parte di AIM Italia News, il quotidiano finanziario dell'AIM Italia, da cui è emerso che il costo totale dell'IPO, compreso il collocamento, è variato da un minimo di 495.000 a un massimo di 2,5 milioni di euro, con un costo medio di 938.000 euro.

---

<sup>94</sup> Per quanto riguarda i costi di quotazione su AIM Italia vedasi: Aim Italia News, *AIM Italia: guida per principianti*.

<sup>95</sup> IR TOP Consulting S.r.l., fondata a Milano nel 2001, è la società leader in Italia nella consulenza direzionale per i Capital Markets e le Investor Relations.

## **3.2 Agevolazioni e interventi a favore delle PMI**

### *3.2.1 La proroga del credito d'imposta*

Le spese relative al processo di quotazione hanno da sempre rappresentato uno dei maggiori ostacoli per le piccole e medie imprese, rendendo più difficoltoso per gli imprenditori l'ingresso in Borsa, nonostante questa rappresenti un mezzo molto efficace per lo sviluppo dei progetti di crescita delle aziende, nonché una alternativa ai tradizionali canali di finanziamento. Per tale motivo, con lo scopo di rimuovere o quantomeno alleggerire uno scoglio per le PMI alla quotazione, è stata prevista nel 2018 la possibilità di usufruire di un credito d'imposta per le spese di consulenza sostenute dalle piccole e

medie imprese<sup>96</sup> che decidono di quotarsi in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.

L'articolo 1, comma 230, lettera a) della legge di Bilancio per il 2021 interviene prorogandone il termine di applicazione fino al 31 dicembre di quest'anno. *«Il credito, pari al 50% delle spese di consulenza sostenute dal 1° gennaio 2018 fino alla data in cui si ottiene la quotazione e, comunque, entro il 31 dicembre 2021, è riconosciuto fino ad un importo massimo di 500.000 euro e nel limite complessivo di 20 milioni di euro per il 2019 e 30 milioni di euro per il 2020, 2021 e 2022 con le modifiche di cui all'articolo 1, comma 230, lettera b).*

*Per poterne beneficiare è necessario, però, che la piccola-media impresa venga ammessa alla quotazione.*

*Il credito d'imposta è utilizzabile esclusivamente in compensazione a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione, ricorrendo ai canali telematici dell'agenzia*

---

<sup>96</sup>Possono accedere al credito d'imposta le piccole e medie imprese come definite nella raccomandazione 2003/361/Ce, pertanto, l'agevolazione è concessa alle imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro.

*delle Entrate, pena il rifiuto dell'operazione di versamento».*<sup>97</sup>

L'articolo 4 del Decreto ministeriale 23 aprile 2018 circoscrive con più precisione le tipologie di costi ammessi, ricomprendendo le spese sostenute in relazione a: *«implementazione e adeguamento del sistema di controllo di gestione; redazione del piano industriale; attestazione dell'idoneità della società all'ammissione e alla permanenza in borsa; collocazione delle azioni; redazione del documento di ammissione e del prospetto o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati o per la produzione di ricerche così come definite nell'articolo 3, comma 1, numeri 34 e 35 del regolamento Ue 596/2014; realizzazione della due diligence legale e fiscale; attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità della società, a divulgare l'investment case*<sup>98</sup>, *tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria; supporto all'impresa*

---

<sup>97</sup> P. Ceroli, A. Menghi, *Proroga del credito d'imposta per la quotazione delle Pmi*, «Il Sole 24 Ore», Edizione 01/2021 - n. 1, p. 46-51.

<sup>98</sup>Proposta sul perché investire nell'azienda.

*in tutte le fasi della quotazione, anche in relazione ai documenti informativi richiesti dal mercato».*<sup>99</sup>

Il credito d'imposta in esame andrebbe analizzato in un'ottica di insieme con altri interventi normativi in ambito di incentivi a favore della quotazione di piccole e medie imprese, la cui ridotta dimensione e il carattere familiare della proprietà, ne hanno spesso condizionato l'apertura del patrimonio al mercato del capitale di rischio.<sup>100</sup>

---

<sup>99</sup>Decreto ministeriale 23 aprile 2018, *Quotazione delle PMI. Credito d'imposta per le spese di consulenza*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 139 del 18 giugno 2018.

<sup>100</sup>M. Pietrolungo, *Credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI*, «IUSin itinere», 28 febbraio 2019.



### 3.2.2 *L'introduzione dei PIR*

Se con l'approvazione del credito d'imposta, che permette il recupero sui costi di consulenza fino a 500.000 euro, l'obiettivo è quello di ampliare il raggio delle imprese quotate, con l'introduzione dei PIR si interviene per incentivare l'orientamento del risparmio delle famiglie italiane verso le nostre piccole e medie imprese quotate e non, migliorarne la liquidità e aumentarne la raccolta media in fase di IPO.<sup>101</sup>

I PIR, acronimo di Piani Individuali di Risparmio, introdotti dalla Legge di Bilancio del 2017, sono strumenti di investimento incentivato e possono essere sottoscritti solo da persone fisiche, con lo scopo di promuovere l'investimento di medio-lungo termine delle famiglie italiane in favore dell'economia reale. Attraverso i PIR vengono canalizzati flussi di denaro provenienti dai risparmi di casa

---

<sup>101</sup> F. Pagani, *La crescita passa dalla quotazione*, «Il Sole 24 Ore», ed. 12/2017, p.15.

nostra direttamente verso le PMI italiane, generando in questo modo un canale di finanziamento alternativo al classico sistema bancario.

Le risorse raccolte con questa forma di investimento, promossa e gestita dalle SGR<sup>102</sup> e riservata ai privati, possono essere impiegate in molteplici strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni, quote di fondi e anche conti correnti bancari.

Ad ogni modo la vera portata rivoluzionaria dei Piani Individuali di Risparmio è data dall'agevolazione fiscale per chi investirà in questi prodotti, che consiste nell'esenzione da tassazione dei redditi, qualificabili come redditi di capitale o come redditi diversi di natura finanziaria, derivanti dagli investimenti effettuati nei PIR.<sup>103</sup>

Tuttavia si deve considerare che gli investitori che non pagheranno la tassazione sugli interessi (in Italia pari al 26%) devono far fronte a dei vincoli stringenti per l'utilizzo dei PIR, relativi a tre diversi ambiti: soggettivo, temporale e oggettivo.

---

<sup>102</sup> Le SGR (Società di Gestione del Risparmio) sono società di diritto italiano autorizzate, alle quali è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

<sup>103</sup>A. Ferrari, E. Gualandri, A. Landi, V. Venturelli, P. Vezzani, *Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*, Giappichelli, Torino, 2017.

Per quanto riguarda il primo, come già accennato, il legislatore ha predisposto come esclusivamente le persone fisiche possano indirizzare i loro risparmi verso uno solo di questi strumenti, per cui può esserci un solo titolare per PIR pro-capite.<sup>104</sup> Per quanto concerne la sfera temporale, è previsto che si possa beneficiare dell'esenzione a patto che la detenzione di ciascun investimento abbia una durata di almeno cinque anni. Dal punto di vista oggettivo invece si presentano maggiori complessità, in quanto attinente all'ammontare massimo che si può investire in un PIR e alla regolamentazione della composizione del portafoglio.

La Legge di stabilità 2017 prevede un investimento massimo di 150.000 euro nell'arco totale di cinque anni, con un limite di destinazione annua di 30.000 euro. Per quanto riguarda la ripartizione delle risorse vige l'obbligo di destinare almeno il 70% del totale in strumenti finanziari emessi o stipulati da imprese residenti in Italia, o

---

<sup>104</sup> J. Figoli, *Orgoglio Italia. PIR, nuovi e vantaggiosi strumenti per sostenere il Made in Italy*, PF Publishing, 2017.

in Stati UE/SEE<sup>105</sup> aventi stabile organizzazione in Italia. Di questo 70%, almeno il 30% deve essere investito in strumenti finanziari emessi da imprese non inserite nell'indice FTSE MIB o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati (pertanto si tratta di piccole e medie imprese). Il restante 30% può essere investito come si desidera, anche in depositi e liquidità. Inoltre la composizione del PIR è soggetta a un limite massimo di concentrazione del 10% per ogni singolo emittente di strumenti finanziari.

Sono dunque le PMI che hanno beneficiato maggiormente dell'avvento dei PIR, i quali hanno dato un notevole slancio al mercato AIM Italia ad esse dedicato, rendendolo più liquido e riducendone alcune barriere all'ingresso, tra cui la scarsità di scambi e le moderate possibilità di rendimento.<sup>106</sup>

L'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio ha raccolto il consenso non solo delle imprese, che hanno uno stimolo in più per

---

<sup>105</sup> Lo Spazio economico europeo o Area economica europea, nato il 1° gennaio 1994, ha come obiettivo quello di regolamentare i rapporti tra i propri membri e l'Unione europea.

<sup>106</sup>I. Della Valle, *Pmi, sgravi fiscali e Pir, la Borsa non è più un tabù*, «Il Sole 24 Ore», 11 gennaio 2018.

ricorrere alla quotazione come mezzo di finanziamento (data la maggior liquidità nel mercato), ma anche dei risparmiatori, rivestiti di maggior sicurezza per intraprendere progetti di lungo termine.

A conferma di quanto detto sopra Anna Lambiase, CEO e fondatrice di IR Top Consulting, fornisce alcuni dati da prendere seriamente in considerazione. Nel 2017 dichiarò che il mondo AIM Italia, grazie ai PIR, ha conosciuto uno sviluppo senza precedenti, incrementando del 118% le quotazioni, del 96% la capitalizzazione e di sei volte la raccolta rispetto all'anno precedente, intercettando inoltre circa il 22% dei flussi dei PIR. L'amministratore delegato aggiunse oltretutto che molti investitori istituzionali si sono avvicinati al mondo delle PMI, scoprendo nuove opzioni proprio grazie ad AIM e questo è un commento su cui porre particolare attenzione se si pensa che il nostro paese è caratterizzato da una limitata presenza di investitori professionali domestici sul listino delle PMI di Borsa Italiana.<sup>107</sup>

---

<sup>107</sup> A. trappolini, *Servono più gestori nel capitale di rischio delle Pmi*, «FocusRisparmio», News, Aim Italia, 23 luglio 2020, <https://www.focusrisparmio.com/news/servono-piu-gestori-nel-capitale-di-rischio-delle-pmi>.

Successivamente, con la Legge di bilancio 2019, il legislatore è intervenuto su alcune regole in materia di vincoli di composizione dei PIR nati dopo il 1° gennaio di quell'anno (PIR 2.0), stabilendo un obbligo di investimento su AIM e Venture Capital del 3,5% ciascuno. I risultati ottenuti non furono tra quelli sperati, non essendo stata la modifica di particolare gradimento per gli investitori, tanto che a questa battuta d'arresto seguì un altro correttivo a fine 2019: il D.L. 124/2019 rimosse i vincoli su AIM e Venture capital, introducendo la soglia unica del 5% del 70% complessivo da investire in strumenti finanziari di imprese non inserite negli indici FTSE MIB e FTSE Italia Mid Cap di Borsa Italiana (o indici equivalenti di altri mercati regolamentati). Anche in questo caso, alle previsioni troppo ottimistiche si dovette far fronte ad un risultato, seppur migliore di quello dell'anno precedente, insufficiente a pareggiare il saldo negativo della raccolta netta.<sup>108</sup>

---

<sup>108</sup> Secondo i dati Assogestioni nel primo trimestre 2020 si registrò una raccolta netta in negativo di -234 milioni. *ASSOGESTIONI, Chi siamo*, in [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it) 2006: «Assogestioni è l'associazione dell'industria del Risparmio gestito e rappresenta le SGR italiane, le principali società di gestori estere operanti in Italia, SIM e banche che operano nella gestione individuale e nei fondi pensione. L'obiettivo dell'Associazione è promuovere condizioni normative e di mercato

Va tuttavia considerato obiettivamente che questo dato riflette anche le difficoltà economiche di un paese devastato dalla pandemia di Covid-19. In seguito, grazie al D.L. 19 maggio 2020, n. 34, il cosiddetto Decreto Rilancio, sono stati varati i PIR alternativi, anche chiamati “PIR 3.0”, strumenti complementari ai fondi tradizionali che hanno come obiettivo quello di incentivare gli impieghi di risorse nell’economia reale, specie nelle società non quotate, convogliando il risparmio privato verso investimenti illiquidi nel settore imprenditoriale italiano delle PMI.<sup>109</sup>

L’ultima versione dei PIR prevede: l’afflusso di risorse alle imprese non solo in capitale di rischio ma anche in capitale di debito, 300.000 euro di investimenti massimi all’anno per un massimo di 1,5 milioni di euro in cinque anni e la possibilità di poter essere costituiti oltre che

---

che favoriscano la diffusione e la tutela in Italia delle diverse forme di gestione del risparmio, anche previdenziale, a sostegno dello sviluppo dell’economia e del mercato finanziario e in un quadro di tutela degli interessi dei risparmiatori.»

<sup>109</sup>EddyStone, Consulenza per il settore bancario, finanziario e assicurativo, *I Nuovi PIR Alternativi Introdotti Dal Decreto Legge Rilancio*, news, «EddyStone», 1° luglio 2020, <http://www.eddystone.it/2020/07/01/i-nuovi-pir-alternativi-introdotti-dal-decreto-legge-rilancio/>.

tramite OICR<sup>110</sup> aperti e contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione, anche tramite FIA<sup>111</sup>, quali Eltif (European long term investment fund), fondi di Private Equity, fondi di private debt<sup>112</sup> e fondi di credito.

Con il varo dei PIR alternativi la situazione è sicuramente migliorata: nel secondo trimestre 2020 la raccolta è stata pari a 59 milioni, numeri interessanti che però non bilanciano i deflussi registrati nel primo semestre dello stesso anno, che attesta alla chiusura un negativo di - 175.5 milioni.

In conclusione si tenga presente che a fine giugno 2019 le partecipazioni detenute dai PIR rappresentavano il 10% del flottante del segmento AIM (dati Assogestioni). Considerando che per i PIR costituiti da gennaio 2020 sussiste, come detto, l'obbligo di investire il

---

<sup>110</sup>Gli OICR, "Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, sono definiti nell'articolo 1, lettera k) del Testo Unico della Finanza. Il Legislatore stabilisce che gli OICR sono le SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile) e i fondi comuni di investimento.

<sup>111</sup>Vengono definiti FIA, acronimo di "Fondi di Investimento Alternativi", tutti quei fondi con un portafoglio che non comprende gli strumenti più tradizionali, come liquidità, azioni e obbligazioni.

<sup>112</sup>Per *private debt* si intende l'insieme degli strumenti di debito (obbligazioni, cambiali finanziarie e finanziamenti vari) emessi da società non quotate. I fondi di *private debt*, che spesso affiancano i fondi di *private equity*, sono specializzati nel finanziamento diretto alle imprese. Quest'ultime non vengono finanziate da banche, bensì da soggetti privati che si costituiscono in fondi.



5% del 70% del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite in indici Ftse Mib di Borsa italiana, sarebbe lecito aspettarsi che le modifiche apportate ai PIR tradizionali contribuiscano in futuro ad una maggiore e crescente quotazione di piccole e medie imprese. Pertanto, una volta superata la stagnazione causata dalla crisi epidemiologica, la speranza è quella che l'afflusso di nuovi capitali privati possa essere l'input di una espansione del mercato AIM Italia.

### 3.2.3 PMI Capital

La start up innovativa del gruppo IR Top, strumento per la finanza delle piccole e medie imprese, piattaforma per l'*asset allocation* di investitori istituzionali e professionali chiamata PMI Capital, può essere inquadrata tra le azioni del Governo a sostegno delle PMI, quali i Piani Individuali di Risparmio introdotti nel 2017 e il Credito di

imposta sui costi di consulenza varato nel 2018. Le azioni di questo strumento sono dirette a tre tipologie di target: in primo luogo gli Investitori Qualificati (professionali e istituzionali) del mercato dedicato alle piccole e medie imprese, per agevolare l'analisi dei rischi e delle opportunità delle società emittenti AIM Italia.

PMI Capital procura una serie di informazioni su questo mercato con lo scopo di favorire il giudizio delle aziende e le scelte di investimento, attraverso strumenti di lavoro all'avanguardia e molto potenti, i quali forniscono agli investitori un set di dati istituzionali e di natura economico-finanziaria su tutte le società quotate AIM Italia; in secondo luogo le aziende quotate, che hanno la possibilità di migliorare la visibilità e il bacino di investitori potenzialmente accaparrabili, perfino a livello internazionale, attraverso un aggiornamento continuo dei profili aziendali messo in atto dalla piattaforma, che consente di ragguagliare costantemente gli investitori iscritti; le imprese interessate alla quotazione costituiscono l'ultimo soggetto a cui lo strumento si rivolge. Queste hanno la facoltà di richiedere la verifica della sussistenza dei requisiti di ammissione al

mercato AIM Italia e un pre-accertamento dei risparmi legati al credito di imposta. Le società che hanno ricevuto una valutazione positiva potranno disporre del team di IPO *Advisory* (studio di fattibilità) di IR Top per essere accompagnate durante il tragitto del *listing* e prepararsi al confronto con gli investitori.

In una situazione caratterizzata dalla liquidità generata dai PIR e dalla misura del Credito d'Imposta sui costi di IPO e dagli incentivi alla quotazione, PMI Capital costituisce lo strumento digitale flessibile e scalabile (ovvero estendibile) anche su altri mercati non regolamentati europei a sostegno dell'analisi di fattibilità di IPO e dei piani di investimento.<sup>113</sup>

---

<sup>113</sup>Cfr. C. Arlotta, F. Bertolotti, E. Coda Negozio, S. Di Donato, M. Fantoni, A. Imparato, M. Imparato, L. Pasquetti, C. Pesaro, A. Piro, V. Stagno Piantanida, T. Vallone, G. Venturini, M. Zucca, *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli, Milano, 2018, pp. 60-62.



## CAPITOLO 4

# BORSA ITALIANA A SOSTEGNO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

### 4.1 Nuova qualifica e nuove regole per gli emittenti AIM Italia

L'introduzione dei PIR come fondi di investimento veicolato e l'agevolazione del credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione hanno dato alle piccole e medie imprese nuove e grandi possibilità di crescita e sviluppo. A questi fattori si aggiunge la recente registrazione di AIM Italia come mercato di crescita per le PMI o "*SME Growth Market*", avvenuta il 3 gennaio 2018 su proposta della Commissione Europea. Barbara Lunghi, responsabile *Primary Markets* di Borsa Italiana, ha commentato che questa nuova qualifica

«contribuirà a migliorare ulteriormente il ruolo di AIM Italia come mercato a supporto della crescita, dell'internazionalizzazione e della visibilità delle società italiane presso la comunità finanziaria e industriale domestica e internazionale.» Tale intervento da parte di Borsa Italiana, a testimonianza di grande vicinanza e supporto alle norme promosse dal legislatore, agevola l'ingresso delle PMI nel mercato dei capitali e consente loro di usufruire delle future iniziative regolamentari emanate a livello europeo e dedicate a questa categoria di mercati.<sup>114</sup>

#### *4.1.1 Le modifiche al Regolamento AIM Italia*

Un altro intervento da parte di Borsa Italiana e in linea con quelli normativi promossi dall'ordinamento italiano è stata l'introduzione a

---

<sup>114</sup>Borsa Italiana

partire dal 20 luglio 2020 di importanti variazioni al Regolamento AIM Italia.

La società che gestisce il mercato finanziario italiano modifica in questo modo la disciplina del mercato dedicato alle piccole e medie imprese, nell'ottica di sostenerne l'evoluzione e la crescita arrestatasi lo scorso anno a causa del coronavirus e che aveva accompagnato un 2019 dai numeri esaltanti. Questi cambiamenti mirano non solo ad incentivare le PMI a ponderare un graduale accesso al mercato, ma anche ad attirare un pubblico più vasto di investitori (soprattutto esteri) e mantenere al contempo l'impianto disciplinare che ha da sempre contraddistinto questo segmento.

Tra le principali modifiche applicate al regolamento AIM Italia ne emergono tre in particolare: la prima è l'introduzione di un segmento riservato agli investitori professionali, denominato AIM Professional, per rispondere alle necessità di una platea più vasta di imprese. Tale segmento si rivolge nello specifico a società che prediligono un ingresso graduale al mercato, a società che mirano a reperire capitale

con caratteristiche di complessità del prodotto offerto non adeguato a una clientela al dettaglio (*retail*)<sup>115</sup> e a *Start-up* e *Scale-up*<sup>116</sup> che scelgono di abbordare la Borsa per finanziare la propria crescita, permettendo loro di accedervi attraverso un regolamento flessibile. Anche AIM Professional, al pari di AIM Italia, è un mercato non regolamentato gestito da Borsa Italiana, dunque non sottoposto alla vigilanza dell'Autorità di controllo, ed esattamente come per quest'ultimo, le società che intendono sbarcare sull'AIM Professional, dovranno essere accompagnate dal Nomad. Il flottante minimo sarà del 10% del capitale che, non necessariamente, deve essere raccolto attraverso il collocamento. Infatti, attraverso il cosiddetto *just listing*, è prevista la possibilità di effettuare un accesso graduale al mercato senza eseguire un collocamento in prossimità della quotazione.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> Il nuovo segmento AIM Professional nasce proprio con lo scopo di tutelare gli investitori retail, vietando loro di comprare su questo mercato.

<sup>116</sup>Le *Start-up* e *Scale-up* sono società che hanno avviato la commercializzazione di prodotti / servizi da meno di un anno e devono ancora avviare fondamentali funzioni / processi strategici previsti dal modello di business.

<sup>117</sup>Le operazioni di *just listing* sono fruibili da società che non hanno immediate necessità di raccolta di capitali, società che preferiscono attendere condizioni di mercato migliori rispetto a quelle affrontate in sede di offerta oppure società che desiderano aumentare la propria visibilità presso gli investitori, prima di procedere con l'offerta. L'opzione del *just listing* è già consentita nel segmento Access di Euronext.



L'obbligo degli investitori istituzionali o professionali come apportatori di capitale iniziali non sussiste nel segmento AIM Professional, così come, a differenza del suo compagno di reparto AIM, non è prevista la presenza tassativa dello *specialist* sul *book*. Inoltre la negoziazione delle azioni dovrà basarsi sulla base di un prezzo unico giornaliero stabilito secondo il meccanismo d'asta.<sup>118</sup> Infine il lotto minimo di negoziazione è corrispondente ad un controvalore di 5.000 euro;<sup>119</sup> la seconda grande modifica è l'«aggiornamento della disciplina del Panel dei probiviri<sup>120</sup> in materia di offerte pubbliche e della revoca: viene rafforzato il ruolo del Panel dei probiviri che assume un ruolo determinativo vincolante, con riferimento alle offerte pubbliche su strumenti finanziari negoziati su Aim Italia. In ottica di massima trasparenza e certezza vengono ulteriormente specificate le condizioni per la revoca dalle

---

<sup>118</sup>AIM Italia invece ha una tipologia di negoziazione continua.

<sup>119</sup>E. de Narda, *Borsa Italiana conferma: l'Aim Professional si farà*, «MF Milano Finanza», *Aim News*, 19 giugno 2020, <https://www.milanofinanza.it/news/borsa-italiana-conferma-l-aim-professional-si-fara202006190902085412>.

<sup>120</sup>Il *Panel* è il collegio dei probiviri (i cosiddetti "uomini onesti", persone che, per particolare autorità morale, sono investite di poteri giudicanti e arbitrari sull'andamento di un'istituzione o associazione, sugli eventuali contrasti interni, sui rapporti con altri enti e simili) indipendenti nominato da Borsa Italiana S.p.A. che sovrintende alle Opa - e soprattutto alle controversie - sul segmento AIM.

negoziazioni dal mercato Aim Italia. Viene inoltre aggiornata la clausola statutaria relativa all'Opa<sup>121</sup>, che dovrà essere adottata dalle società.»<sup>122</sup>; in ultimo il consolidamento dei presidi in termini di trasparenza e governo societario: innanzitutto si sollecitano le società quotate su AIM Italia a nominare e mantenere almeno un amministratore indipendente, scelto dagli azionisti tra i candidati individuati preventivamente o valutati positivamente dai Nomad e ad uniformarsi a tale requisito in occasione del primo rinnovo del consiglio di amministrazione, successivo al 31 dicembre 2020. Inoltre si esige di riconoscere un Investor Relation Manager quale punto di riferimento interno e costante per gli investitori.<sup>123</sup> Tutte le altre modifiche che compaiono nell' Avviso n. 17857 di Borsa Italiana del 6 luglio 2020 concernono: disciplina del Nomad, requisiti di

---

<sup>121</sup> L'Opa, acronimo di Offerta pubblica di acquisto, è un meccanismo disciplinato dagli articoli 101 bis-112 del Testo Unico della Finanza nonché da alcune norme della Consob. Trattasi di un'offerta, presentata da un qualsiasi soggetto (anche privato) intenzionato ad acquistare un determinato numero di azioni (o altri strumenti finanziari) di una qualsiasi società (quotata o meno). Essenzialmente parliamo di un invito a disinvestire, dunque ad essere liquidati, rivolto a chi possiede azioni dell'azienda target da parte di chi vorrebbe entrarne in possesso.

<sup>122</sup> Borsa Italiana, Ufficio Stampa, Comunicati Stampa, *BORSA ITALIANA: NASCE IL NUOVO SEGMENTO DI AIM ITALIA*, 6 luglio 2020, <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2020/nasceilnuovosegmentodiaimitalia.htm>.

<sup>123</sup> Solo gli emittenti quotati nel segmento professionale potranno astenersi dal nominare l'amministratore indipendente e l'*Investorrelator*.

ammissione, "mercati designati", obblighi degli emittenti, operazioni di fusione di un emittente in una società controllata, disciplina in fase di ammissione, obbligazioni convertibili e warrant, penny stock, soglia di capitalizzazione e ricerche.<sup>124</sup>

## **4.2 La SPAC: un'alternativa per finanziare la crescita delle PMI**

I meriti per l'attenzione rivolta alle PMI di successo da parte di Borsa Italiana sono da attribuire non solo agli sforzi compiuti da tutti i collaboratori coinvolti nel progetto ELITE<sup>125</sup> e dalle norme introdotte dal legislatore per canalizzare il risparmio verso le nostre piccole e medie imprese (quotate e non), ma anche dagli intraprendenti quanto

---

<sup>124</sup>Borsa Italiana, *Regolamenti, avvisi*,  
<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/avvisi/avviso17857-2020.pdf>.

<sup>125</sup> Cfr. par. 4.3.

innovativi semplificatori di incontro tra risparmio e impresa in contesto di pre-ipo, ovvero le cosiddette SPAC <sup>126</sup>.

La SPAC, acronimo di *Special Purpose Acquisition Company*, rappresenta un sentiero alternativo al mercato regolamentato MTA e al già descritto AIM dedicato alle PMI, percorribile dalle imprese con l'obiettivo della quotazione. Infatti essa rappresenta una società veicolo, creata opportunamente come strumento di investimento per instradare altre imprese nel mercato quotato. Parliamo di società che, dietro la spinta dei soci fondatori, raccolgono il capitale necessario presso gli investitori professionali per realizzare operazioni di *business combination*<sup>127</sup> con una PMI non quotata. Quest'ultima è chiamata società *target* e, a seguito della fusione con la SPAC, subentra alla stessa in qualità di società quotata, con il vantaggio di non dover svolgere gli adempimenti richiesti dal mercato AIM o MTA, dacché già assolti dalla stessa SPAC.

---

<sup>126</sup> S. Strocchi, *Una Borsa Italiana forte a fianco delle PMI*, «Il Sole 24 Ore», 9 ottobre 2020.

<sup>127</sup> Il Principio Contabile Internazionale IFRS 3 definisce la disciplina della *business combination* come una transazione o altro evento in cui l'acquirente ottiene il controllo di uno o più business.

Le origini di questo strumento si possono ricondurre alle defunte *Blank Check Companies* (aziende “assegno in bianco”<sup>128</sup>), sviluppatasi negli Stati Uniti d’America a partire dagli anni Ottanta. La Rule 419 del 1992 pose fine allo scopo scorretto di queste aziende, ovvero quello di ingannare il mercato quotando imprese senza valore, e sancisce la nascita della SPAC nella sua attuale accezione. In Europa invece la prima SPAC si registra nel 2005, mentre in Italia la prima apparizione risale al 2011, grazie anche alle disposizioni regolamentari avvenute all’inizio del precedente decennio, che hanno portato all’introduzione di un nuovo mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana, il MIV (“*Market of Investment Vehicles*”).<sup>129</sup>

Essendo le SPAC contenitori di risorse finanziarie tramite IPO, con l’obiettivo di integrarsi successivamente con una società *target* (una PMI non quotata) e introdurla direttamente tramite quotazione nel

---

<sup>128</sup> Così chiamate perché i soci fondatori, prima della formazione della SPAC, sanno già a quale azienda stanno puntando per un’acquisizione, ma non rivelano i propri piani (nemmeno a chi investe nelle IPO).

<sup>129</sup> Il 24 maggio 2010 nasce il segmento professionale del Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*, o MIV, dedicato alle c.d. *Special Investment Vehicles* (le “SIV”). Il segmento professionale dedicato alle SIV e riservato agli investitori professionali, rende così accessibile il mercato regolamentato anche alle SPAC, che sino ad allora erano quotabili soltanto sull’AIM Italia.

mercato azionario<sup>130</sup> entro un determinato periodo di tempo relativamente breve (solitamente 18 – 24 mesi), e allo stesso tempo un veicolo di investimento contenente esclusivamente liquidità, a limitato profilo di rischio, con vincolo temporale ben definito e potenzialità di guadagno rilevanti <sup>131</sup>, si può dedurre il motivo di così tanto fermento attorno a questo fenomeno finanziario. Infatti da queste definizioni si può cogliere la grande opportunità a disposizione di una PMI non quotata di crescere rapidamente e di entrare nel mercato azionario, creando valore per tutti gli attori coinvolti nell'operazione, il tutto affrontando un grado di rischio limitato e con interessanti potenzialità di profitto.

Il progressivo successo ottenuto dalle SPAC nel nostro paese dal momento della loro nascita sono da ricercare nell'analisi del quadro storico generale di riferimento, caratterizzato dalla concomitanza di una elevata liquidità in capo agli investitori istituzionali, i quali, in virtù di un settore bancario in difficoltà e dominato dalla stretta

---

<sup>130</sup> M. Fumagalli, *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare Private Equity e di quotare le imprese in Borsa*, Egea, Milano, 2014.

<sup>131</sup> Borsa Italiana

creditizia conseguente alla crisi dei mutui *subprime*, hanno sfruttato la possibilità di collocare temporaneamente le disponibilità accumulate in un veicolo di investimento in cambio di una opzione di crescita<sup>132</sup>, e di interventi governativi a favore dello sviluppo del mercato dei capitali (in particolare delle PMI) come i PIR, che nel biennio 2017-2018 hanno canalizzato oltre 20 miliardi di euro. A tutto ciò si deve aggiungere che l'attrazione per le SPAC in Italia da parte del mercato è anche dovuta all'essenza stessa del sistema imprenditoriale nazionale, costituito per lo più da piccole e medie imprese le quali, alla luce dei costi e dei rischi associati alla scelta della quotazione in Borsa, vedono in questo strumento di investimento un'ottima soluzione alle difficoltà riscontrate nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie.<sup>133</sup>

Di conseguenza, con il successo delle SPAC, inevitabilmente si produce un effetto positivo anche sullo sviluppo dei mercati finanziari,

---

<sup>132</sup> L'opzione di crescita è data dall'adesione alla Business Combination, che deve essere sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Gli azionisti che non approvano l'operazione possono esercitare il diritto di recesso ed essere rimborsati. In questo modo gli investitori istituzionali possono investire la liquidità disponibile con un tasso di rischio limitato e con un'alternativa di uscita sicura.

<sup>133</sup> G. Gigante, A. Conso, *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Egea, Milano, 2019.

i quali vedono più imprese accedere al mercato del capitale di rischio e considerare dunque il veicolo di investimento in questione come una valida alternativa alla finanza tradizionale legata al sistema bancario.<sup>134</sup>

In Europa il fenomeno delle SPAC è scoppiato soprattutto in paesi come l'Olanda, la Francia e la stessa Italia, dove si registrano numeri davvero interessanti. Tuttavia il boom nostrano non può essere certamente paragonato a quello americano, che nel 2019 ha rilevato una raccolta di capitale di 13,6 miliardi di dollari.<sup>135</sup>

---

<sup>134</sup> Stando ai dati forniti da Borsa Italiana ad oggi sono state ammesse sui mercati 29 SPAC (5 sul MIV e 24 sull'AIM), per un totale di 3,8 miliardi di euro di capitale raccolti. Le SPAC hanno dato un forte impulso ai volumi di IPO raccolti nel mercato AIM Italia.

<sup>135</sup> Accademia Politica, *Le SPAC, nuovo passepartout della finanza. Un boom già al tramonto?* 5 maggio 2021, <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2021/05/05/spac-finanza-borsa/>.



#### 4.2.1 I soggetti coinvolti e le fasi dell'operazione

I soggetti alla guida delle *Special Purpose Acquisition Companies* sono tre: i promotori, gli investitori e la società target.

I promotori sono individui dotati di particolare conoscenza ed esperienza nel mercato dei capitali che conferiscono alla SPAC le risorse finanziarie iniziali necessarie, utilizzate per reperire a loro volta le risorse e le competenze tecniche e professionali indispensabili per il conseguimento dell'oggetto sociale, ovvero l'identificazione e la successiva fusione della società target, con lo scopo di quotarla in un mercato finanziario. Il rischio più grande corso dai promotori è quello di perdere l'investimento compiuto nel momento di costituzione della società qualora la SPAC dovesse essere messa in liquidazione per non aver portato a termine la *business combination* con la società target entro i termini previsti dallo Statuto (ordinariamente tra 18 e i 24 mesi dalla costituzione).

Gli investitori sono di norma gli investitori istituzionali (come ad esempio Banche, Assicurazioni, fondi di Private Equity e fondi Pensione) e di minoranza, sotto il 10%. Essi corrono un rischio molto limitato fino all'approvazione della *business combination*, se si pensa che le somme investite vengono depositate in conti vincolati. Inoltre essi decidono in assemblea se acconsentire o meno all'integrazione con la società obiettivo e, in caso di disapprovazione, dispongono della possibilità di avvalersi del diritto di recesso con le modalità stabilite dal Codice Civile.<sup>136</sup>

Infine, quando si parla di società *target*, ci si riferisce ad una impresa italiana redditizia di medie dimensioni a stampo familiare, con progetti di sviluppo ambiziosi e ben delineati, e gestita da un management affidabile e garantito. Può appartenere a qualsiasi settore ma deve essere in possesso di alcuni requisiti sia quantitativi, sia qualitativi. Entrando nello specifico, sono escluse dalla ricerca le

---

<sup>136</sup> L'art. 2437 disciplina il diritto di recesso concesso agli azionisti assenti e dissenzienti partecipanti all'assemblea.

aziende con un EBITDA<sup>137</sup> sotto il 10% e un fatturato sotto i 100 milioni di euro, oppure quelle appartenenti per esempio al settore immobiliare, start up, società finanziarie o che godono di incentivi statali.

Per quanto riguarda invece il processo messo in atto dalle SPAC, che si estende per una durata non superiore a 18-24 mesi, esso si articola su quattro fasi: la prima è la costituzione della SPAC, in cui i promotori compongono il team management della società e, dato il delicato compito di individuare la *target* con cui effettuare la *business combination*, si suppone che questi soggetti siano in possesso di determinati requisiti. Il capitale necessario per la gestione della società è a carico dei *promoters* ed è versato tramite la sottoscrizione di azioni speciali. Quest'ultime hanno la facoltà, non appena effettuata la fusione e conseguiti determinati livelli di prezzo dell'azione, di essere

---

<sup>137</sup> L'*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) rappresenta il margine operativo lordo, un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione operativa, quindi senza considerare gli interessi, le imposte, il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

tramutate in azioni ordinarie secondo un vantaggioso coefficiente moltiplicativo e tempi dilazionati nel tempo.<sup>138</sup> La credibilità dei promotori, la loro esperienza e la loro capacità, determineranno l'ottenimento di consensi nella fase successiva; la seconda è la fase di IPO, durante la quale i promotori individuano gli investitori che sottoscriveranno le azioni in IPO. Il capitale della SPAC viene ceduto sul mercato sotto forma di *units* da sottoscrivere, le quali contengono a loro volta azioni e warrants, in modo da incentivare ancor più l'investimento. Le risorse così reperite vengono conferite in un conto fruttifero (*escrow account*)<sup>139</sup> fino al termine delle operazioni. Gli investitori in questa fase sottoscrivono il capitale a prezzi comunque vantaggiosi e sono in attesa di conoscere quale sarà la scelta finale per l'acquisizione, senza accollarsi alcun tipo di rischio, poiché le *units* portano con sé il diritto di recesso e quindi, qualora la scelta della *target* non dovesse essere sufficientemente soddisfacente, potranno

---

<sup>138</sup> Il rapporto particolarmente favorevole è tipicamente pari a 1:6. Inoltre, in alcuni casi i promotori possono usufruire anche di warrant. Con il warrant il proprietario ha il diritto di avere azioni ordinarie della SPAC a un prezzo pari al 75% del valore di collocamento e si può esercitare quando la *business combination* è stata del tutto completata.

<sup>139</sup> Si tratta di un conto vincolato in cui vengono parcheggiati i fondi raccolti, indisponibili agli amministratori senza una delibera dell'assemblea dei soci. Il conto fiduciario serve a garanzia per tutti gli investitori che tali fondi saranno utilizzati esclusivamente allo scopo per la quale è stata creata la SPAC, ovvero lo sviluppo della società target.

recedere e rientrare non solo del capitale speso, ma anche degli interessi maturati durante il deposito presso l'*escrow account*,<sup>140</sup> la terza fase è quella dell'individuazione della società target. In questa fase cruciale e parecchio concitata la SPAC, dopo essere stata ammessa al listino di Borsa, si spende con tutte le sue forze e tutta la capacità e conoscenza del suo management nella ricerca di una società target, la quale dovrà rientrare nei parametri individuati nelle politiche di investimento.<sup>141</sup> La ricerca può durare dai 18 ai 24 mesi e appena terminata, inizierà la contrattazione con la società individuata.

Ci saranno dunque degli accordi vincolanti sul futuro, i promotori firmeranno una lettera di intenti, sarà presentata ufficialmente l'operazione agli investitori e in ultimo l'assemblea finale approverà o meno l'operazione; a conclusione del processo si trova la *business combination*.

---

<sup>140</sup> C. Crupi, *Le SPAC: cosa sono e come funzionano*, «Money.it», 4 marzo 2021, <https://www.money.it/LE-SPAC-cosa-sono-e-come>.

<sup>141</sup> Normalmente vengono prese in considerazione società con: prospettive di crescita importanti, buona capacità di generare liquidità, tendenza all'innovazione e spiccata tendenza all'internazionalizzazione.

Nei giorni successivi all'assemblea gli investitori dovranno valutare l'operazione che è stata loro presentata. Se il voto dovesse essere negativo si assisterebbe alla messa in liquidazione della SPAC e la restituzione agli investitori di quanto depositato presso l'*escrow account*. Se invece la *business combination* dovesse avere successo, la denominazione della società e l'oggetto sociale diventerebbero quelli della società target operativa e così la SPAC compirebbe la sua missione e cesserebbe di esistere, svincolando nel frattempo i fondi raccolti nella seconda fase per liquidare i dissenzienti.<sup>142</sup>

---

<sup>142</sup> In merito al funzionamento, alla disciplina giuridica e ai soggetti coinvolti nelle operazioni riguardanti i veicoli di investimento SPAC, vedasi *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, Cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo* cit. Arlotta C., Bertolotti F., Calvani C., Coda Negozio E., Fici L., Liberatore G., Pasquetti, L., Pesaro C., Scialdone R., Salvatici F., Venturini G., 2014.

### **4.3 Il progetto ELITE e le piattaforme digitali per la finanza d'impresa**

Se il legislatore ha promosso norme volte ad incentivare l'orientamento di risparmio verso le nostre piccole e medie imprese, così nondimeno Borsa Italiana ha nel corso del tempo spostato l'attenzione verso PMI di successo, grazie anche al programma ELITE, una piattaforma unica dotata di servizi integrati, studiati per sostenere le imprese nei loro piani di sviluppo. ELITE è nato in risposta alle necessità di conoscenza e formazione delle imprese attive in un quadro economico critico come quello del 2012. Oltretutto la difficoltà del sistema finanziario, tradotta in una preoccupante stretta creditizia, imponeva alle imprese di rafforzarsi in tutte le funzioni aziendali, per potersi misurare in un simile contesto competitivo ed ELITE rappresenta proprio lo strumento che concretamente può favorire la loro crescita, guidandole verso percorsi di modernizzazione, di efficienza e di rafforzamento patrimoniale e

dimensionale che le conducano alla riflessione sulla possibilità di apertura del proprio capitale a investitori professionali e sull'opportunità di quotarsi in Borsa .<sup>143</sup>

Lo scopo del progetto ELITE infatti è la formazione e il tutoring delle imprese ad alto potenziale che vogliono dare un impulso alla loro crescita attraverso il reperimento di capitali e migliorare la propria performance, cogliendo nuove opportunità di visibilità e networking. Può essere considerata come una specie di “palestra” dove le imprese possono perfezionare il loro approccio culturale al mercato e agli investitori.<sup>144</sup>

Il programma ELITE, il *private market* del gruppo London Stock Exchange, nasce nel 2012 dalla collaborazione tra Borsa Italiana e le più importanti istituzioni e organizzazioni del nostro paese, tra cui il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), Confindustria, l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), il Fondo italiano di

---

<sup>143</sup>*Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane* cit. Arlotta C., Bertolotti F., Boccia A., Coda Negozio E., Pesaro C., Venturini G., 2012.

<sup>144</sup>M. Longo, *Elite e Aim, le Pmi restano cruciali anche in futuro*, «Il Sole 24 Ore», 10 ottobre 2020.



Investimento e il Fondo Strategico Italiano, la Cassa Depositi e Prestiti, la LSE Academy e l'Università Bocconi.

Il programma in questione si identifica in una piattaforma internazionale di imprenditori, partner, broker e investitori di successo indirizzati nel supporto delle migliori aziende mondiali, per dare concreta attuazione strategica e di performance alle loro visioni.<sup>145</sup>

Il progetto si struttura su tre fasi cronologiche, che possono essere sintetizzate in questo modo: nella prima fase, “*Get Ready*” (durata prevista 1 anno), la società inizia un percorso di *training* per allineare l'organizzazione agli obiettivi di sviluppo e cambiamento e valutare eventuali fonti di finanziamento.<sup>146</sup> Questa prima fase di preparazione si svolge da un lato attraverso una formazione mirata ad uniformare le strategie di sviluppo dell'azienda ad idonei modelli organizzativi e di *governance*, e dall'altro lato mediante la verifica e l'attivazione di adeguati sistemi manageriali e di controllo. Il percorso formativo si

---

<sup>145</sup>Elite, news, media center, comunicato stampa, *Marta Testi nuovo AD di ELITE*, 14 ottobre 2020, <https://www.elite-network.com/it/news/marta-testi-nuovo-ad-di-elite>.

<sup>146</sup>Borsa Italiana, *ELITE connecting companies with capital*, gennaio 2019, <https://www.confindustria.it/home/chi-siamo/valori-e-identita/attivita/ELITE-DI-BORSA-ITALIANA>.

rivela indispensabile per la consapevolezza da parte della società e per l'impulso ai cambiamenti di ordine culturale e organizzativo in proiezione delle fasi successive; la seconda fase, detta "Get Fit" (durata prevista 1 anno), è quella in cui l'azienda realizza tutte le modifiche necessarie per sviluppare al meglio il proprio progetto di crescita.

Durante la fase cosiddetta di *coaching* le società vengono accompagnate da un team di professionisti partner di Borsa Italiana altamente qualificati, i quali operano insieme all'azienda per attivare tutti i cambiamenti opportuni. Il passaggio, chiamato anche "mentoring", comporta per le società l'ottenimento di un certificato di qualità in grado di dimostrare non solo il conseguimento, ma anche il mantenimento dei requisiti, fondamentale per procedere con l'ultima fase del progetto. Da qui capiamo che il progetto Elite è certamente una piattaforma sulla quale possono salire aziende di qualsiasi dimensione, ma allo stesso tempo è un percorso, durante il quale le imprese devono acquisire, dimostrare e mantenere tutta una serie di

parametri utili per lo sviluppo delle società;<sup>147</sup> la terza fase, “*Get Value*” (nessun limite di durata), prevede che la società abbia accesso ad un ventaglio di opportunità di business, *networking* e potenzialmente a fonti di finanziamento per la crescita futura.

In questa fase ci si può avvalere delle opportunità di *Business Matching*, *Networking* e *Funding*. In merito al *Business Matching*, dall’interazione della società con le altre rientranti nel progetto e quelle quotate in Italia e al LSE di Londra, scaturiscono opportunità di condivisione di esperienze e *learning*<sup>148</sup> tra aziende. Per quanto riguarda il *networking*, oltre ad una considerevole visibilità sulla piattaforma web riservata in misura paragonabile a quanto avviene per le principali società quotate, vi è riservato perfino l’accesso alla comunità dei *Partner Equity Markets*<sup>149</sup> di Borsa Italiana. Infine per quanto riguarda il *funding*, le società aderenti al programma dispongono delle possibilità di *fund raising* accessibili a livello locale

---

<sup>147</sup> N. Picchio, *Tra Confindustria e Borsa accordo sul progetto Elite*, «Il Sole 24 Ore», 5 giugno 2015.

<sup>148</sup> Continuo apprendimento e sviluppo interno.

<sup>149</sup> I *Partner Equity Markets* di Borsa Italiana sono i leader sul mercato dei capitali nei diversi settori di riferimento. Essi condividono le proprie competenze per sostenere i progetti di crescita del sistema imprenditoriale italiano.

e internazionale, essendo ELITE un ponte per il mercato dei capitali a supporto delle aziende nel reperimento di fonti di finanziamento, in particolar modo attraverso la piattaforma ELITE Club Deal.<sup>150</sup>

Per presentare la domanda di adesione ad ELITE, la società interessata deve osservare i seguenti requisiti economici minimi: in primo luogo un fatturato maggiore di 10 milioni di euro (oppure 5 milioni di euro e una crescita dell'ultimo periodo amministrativo superiore al 15%)<sup>151</sup>; in secondo luogo un risultato operativo maggiore al 5% del fatturato e in ultimo aver conseguito un utile di esercizio nell'ultimo bilancio regolarmente approvato.

---

<sup>150</sup> Tra le varie opportunità di *funding* segnaliamo il sistema bancario, la Borsa, il *Private Equity*, il *Venture Capital*, *Private Debt*, l'emissione di *bond* ed ELITE Club Deal. Quest'ultimo consente alle aziende di connettersi con gli investitori professionali offrendo loro una serie di opzioni di finanziamento (sia capitale di rischio sia capitale di debito) in un ambiente sicuro e integrato. Si tratta di una piattaforma digitale che agevola l'incontro tra le aziende e gli investitori professionali, permettendo alle prime di procurarsi le risorse finanziarie indispensabili per i progetti di crescita e ai secondi di individuare le migliori imprese europee dove far convergere gli investimenti.

<sup>151</sup> Il 15% è la percentuale dell'aumento del fatturato che una società esordiente in ELITE registra dal momento dell'ammissione al progetto.

Oltre ai parametri quantitativi, la società interessata deve presentare una specifica documentazione nella domanda di adesione, in cui si esibiscono tutti i requisiti qualitativi necessari per l'ammissione, tra cui il possesso e la dimostrazione di ambizioni di crescita, progetti di internazionalizzazione e interesse al *fund raising*.

Per quanto riguarda invece i requisiti di permanenza, essi consistono essenzialmente nella formazione e nella trasparenza.<sup>152</sup>

Tra i benefici per le aziende di entrare a far parte della community ELITE, Borsa Italiana pone l'accento sull'accesso ad un network diversificato, sul contatto con gli investitori, su un ambiente collaborativo, sullo sviluppo continuo e su una maggiore visibilità. Ciò testimonia l'evoluzione e lo sviluppo del programma a cui si è assistito durante il corso degli anni.

Basti pensare che al debutto della piattaforma (avvenuto nel 2012) si contavano 48 partecipanti e, visto il forte apprezzamento, a partire

---

<sup>152</sup>In merito alla configurazione e all'articolazione del programma ELITE vedasi *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali* cit. Arlotta C., Bertolotti F., Coda Negozio E., Di Donato S., Fantoni M., Imparato A., Imparato M., Pasquetti L., Pesaro C., Piro A., Stagno Piantanida V., Vallone T., Venturini G., Zucca M., 2018.

dall'aprile del 2014, data in cui il London Stock Exchange lanciava ELITE Growth UK, il progetto è approdato fuori dal confine italiano.

Il processo di internazionalizzazione di ELITE non si è mai arrestato nel corso degli anni e i numeri che testimoniano il successo del programma sono davvero ragguardevoli, se si pensa che ad oggi la community comprende più di 1500 società (di cui più di 900 italiane) in 45 paesi, rappresentando oltre cento miliardi di euro di fatturato aggregato. Inoltre, data la funzione e l'obiettivo di questo strumento così ambizioso quale è quello del progetto in questione, che coinvolge ormai aziende da ogni parte del globo, è legittimo ritenere che si abbiano dei risvolti positivi anche sotto il profilo delle quotazioni sul mercato dei capitali. Infatti nel 2018 le società ELITE quotate risultavano essere in totale 24, di cui 19 italiane, e nello stesso anno si sono registrate 8 nuove ammissioni di società ELITE del nostro paese<sup>153</sup>, dati davvero indicativi della bontà del progetto e dei suoi risultati.

---

<sup>153</sup> Dati Borsa Italiana

### 4.3.1 *Elite Spac in Cloud*

Se Elite Club Deal è considerata una piattaforma digitale di *private placement*, punto di incontro tra economia reale e investitori professionali, caratterizzata dall'offerta di molteplici opzioni di finanziamento, da un accesso semplice e un approccio integrato in un unico ambiente attraverso un processo di raccolta di capitali snello e un portale web innovativo, Elite Spac in Cloud rappresenta un nuovo modello di quotazione che racchiude i vantaggi sia della SPAC tradizionale sia della piattaforma Elite Club Deal.

Spac in Cloud costituisce lo step successivo nell'evoluzione del veicolo di investimento SPAC e oltrepassa essenzialmente tutti i limiti operativi legati a questo modello.<sup>154</sup>

---

<sup>154</sup> Vengono aggirati tutti gli aspetti burocratici e legali riguardanti la costituzione e la quotazione del veicolo Spac e la sua successiva fusione con la società operativa, la quale non risulta più necessaria in quanto la stessa società viene quotata direttamente. Non si pone più il problema sulla gestione del recesso dei soci nell'assemblea che decide la *business combination*, dato che, con lo Spac in Cloud, gli investitori dopo l'adesione in piattaforma investono direttamente nella società

Il team ELITE di Borsa Italiana ha dato origine, all'interno della piattaforma Elite Club Deal, ad un ambiente digitale in grado di favorire un incontro semplificato tra domanda e offerta, coniugando la modalità di investimento tipica della SPAC, con lo scopo di abbattere i tempi di quotazione della società target intenzionata ad entrare nel mercato dei capitali. Entrando più nello specifico del funzionamento di questa nuova modalità di accesso alla borsa, presentata il 20 settembre 2017 da Borsa Italiana, si può osservare che la società interessata ad accedere nel mercato borsistico e i promotori<sup>155</sup> negoziano i termini e le condizioni di investimento insieme a un *Cornestone investor*<sup>156</sup>, il quale sottoscrive almeno il 20% dell'offerta totale. In seguito l'offerta sarà disponibile ai *Follow-on investors*<sup>157</sup> mediante una piattaforma online.

---

operativa individuata. Si può intuire dunque che il modello Spac in Cloud non prevede alcuna fusione, a differenza di quanto accade con la Spac tradizionale.

<sup>155</sup> I promoters provvedono all'identificazione della società obiettivo, alla selezione dell'Investitore *Cornerstone*, alla strutturazione e negoziazione della transazione e alla copertura parziale dei costi di transazione.

<sup>156</sup> Si tratta dell'investitore principale e, con il suo non meno del 20% dell'offerta totale, detiene il diritto a partecipare altrettanto agli strumenti finanziari riservati ai Promotori.

<sup>157</sup> I Follow-on investono in azioni e warrant della società target, negoziati separatamente sul mercato. (Fonte: <https://www.elite-network.com/it/spac-in-cloud>).



Promotori, investitori *Cornerstone* e *Follow-on* sottoscrivono i rispettivi pacchetti di strumenti finanziari (svariate combinazioni di azioni e warrant emessi dalla società), formando in questo modo il primo book e flottante di quotazione. Così facendo il processo di quotazione e la raccolta digitale delle risorse si muovono sullo stesso piano e conducono insieme all'ammissione a quotazione della società, la quale condiziona tutta l'efficacia delle operazioni.<sup>158</sup>

L'opportunità colta da Borsa Italiana con la messa a punto di Elite Club Deal e successivamente Spac in Cloud, con lo scopo di convogliare gli interessi degli investitori sull'economia reale più virtuosa, rappresenta dunque un valido strumento con cui accelerare non solo il processo di investimento e di raccolta delle informazioni grazie alla tecnologia digitale, ma anche quello relativo alla quotazione, attraverso una sensibile riduzione dei tempi e delle problematiche applicative proprie delle SPAC tradizionali.

---

<sup>158</sup> Reuters, article, Borsa, Elite, Spac, *Borsa Italiana lancia 'Elite spac in cloud' per facilitare Ipo*, 20 settembre 2017, <https://www.reuters.com/article/borsa-elite-spac-idITL5N1M13NK>.



## CONCLUSIONI

Il presente lavoro si è posto l'obiettivo di spiegare il processo di quotazione in Borsa per le piccole e medie imprese, svolgendo un'analisi approfondita che include non solo gli aspetti preliminari alla scelta e i diversi possibili mercati in cui quotarsi, ma anche gli aspetti tecnici e operativi dell'iter di quotazione e le interessanti opportunità messe a disposizione dal Governo e da Borsa Italiana per le imprese che intendono affacciarsi per la prima volta al mercato.

Come ha dimostrato durante il corso degli anni lo sviluppo di AIM Italia, il cammino della Borsa non è solo una strada alternativa al credito bancario per reperire risorse finanziarie, ma è anche la rotta verso la crescita e la grandezza, un salto di qualità con il quale si ottiene più trasparenza in termini di relazione con gli investitori istituzionali, i quali hanno un peso decisivo nello sviluppo delle imprese.

L'elaborato mette in luce sia aspetti meramente tecnici del listing come le varie fasi, le tempistiche e i soggetti coinvolti durante l'iter, sia le nuove opportunità come le piattaforme digitali e i PIR, messi a disposizione delle PMI con lo scopo di avvicinarle sempre di più al mercato dei capitali e farsi lasciare alle spalle tutte le paure legate ai rischi connessi alla quotazione.

In conclusione sono presentati tutti gli interventi e le iniziative promosse dal Governo e da Borsa Italiana a favore delle piccole e medie imprese ed è ciò su cui ci si sarebbe potuti soffermare di più.

Alcuni aspetti funzionali legati alle nuove piattaforme digitali o aspetti regolamentari sui PIR o sui veicoli di investimento avrebbero potuto essere meglio approfonditi, per offrire un quadro ancor più generale e completo. È opportuno tenere sempre bene in mente che per valutare l'ammissione al mercato azionario bisogna essere informati e sapere a cosa si va incontro, motivo per il quale risulta fondamentale circondarsi dei giusti consulenti e valutare l'opportunità di usufruire delle "palestre" digitali in preparazione alla Borsa.

## ***Bibliografia***

ABBADESSA P., DE ANGELI S., CALOIA A., PASTORI G., MATTIONI A., TRAVI A., BALBONI E., CESARINI F., TREU T., BAZOLI G., *Sistema creditizio e sviluppo locale*, Milano, 2004.

ARLOTTA C., BERTOLETTI F., BOCCIA A., CODA NEGOZIO E., PESARO C. VENTURINI G., *Elite ed AIM Italia. Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2012.

ARLOTTA C., BOCCIA A., CODA NEGOZIO E., DAL MASO L., IMPARATO A., LIBERATORE G., PAPPALARDO G., PARENTE F., PASQUETTI L., PRATI G., RENOLDI G., VENTURINI G., VIRGILIO F. P., *Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia*, FrancoAngeli, Milano, 2013.

ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C., CODA NEGOZIO E., FICI L., LIBERATORE G., PASQUETTI L., PESARO C., SCIALDONE R., SALVATICI F., VENTURINI G., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, Cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CODA NEGOZIO E., PESARO C., VENTURINI G., *Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia*, n. 35 Commissione Finanza e Controllo di Gestione, Osnago (LC), 2011.

ARLOTTA C., CODA NEGOZIO E., DI DIEGO S., FANTONI M., FICI L., IMPARATO A., MICOZZI F., PESARO C., SERINA E., ZUCCA M., *PMI e M&A in Italia. Una strada sicura per la crescita*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CODA NEGOZIO E., DI DONATO S., FANTONI M., IMPARATO A., IMPARATO M., PASQUETTI L., PESARO C., PIRO A., STAGNO PIANTANIDA V., VALLONE T., VENTURINI G., ZUCCA

M., *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli, Milano, 2018.

BINELLI M., *La quotazione in Borsa della Ferrari. Cambiamenti organizzativi, rischi e fattori critici*, FrancoAngeli, Milano, 2003.

CASELLI S., *Per amore o per forza: i destini incrociati di banche e imprese*, Egea, Milano, 2014.

CEROLI P., MENGHI A., «Proroga del credito d'imposta per la quotazione delle Pmi», *Il Sole 24 Ore*, n.1, 2021.

CORBETTA G., *Le aziende familiari. Strategie per il lungo periodo*, Egea, Milano, 2010.

DELLA VALLE I., «Pmi, sgravi fiscali e Pir, la Borsa non è più un tabù», *Il Sole 24 Ore*, 2018.

DI DIEGO S., *Come fare un piano industriale e reperire le risorse finanziarie. Tutto quello che occorre sapere per superare la crisi*, FrancoAngeli, Milano, 2016.

FERRAGINA F., MANCARUSO M., PALMAS L., «AIM Italia e quotazione delle PMI: contabilità, finanza e controllo», *Il Sole 24 Ore*, n.12, 2008.

FERRARI A., GUALANDRI E., LANDI A., VENTURELLI V., VEZZANI P., *Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*, Giappichelli, Torino, 2017.

FLOREANI J., POLATO M., *Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari. Profili operativi e regolamentari*, Giappichelli, Torino, 2012.

FUMAGALLI M., *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare Private Equity e di quotare le imprese in Borsa*, Egea, Milano, 2014.

GIGANTE G., CONSO A., *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Egea, Milano, 2019.

IOSIO C., *Ipo per le pmi italiane. Guida pratica e consigli utili per quotarsi in borsa con successo*, Ipsoa, Milano, 2011.



LA FERLA F., FERRAGINA F., MANCARUSO M., «AIM Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione: contabilità, finanza e controllo», *Il Sole 24 Ore*, n.8/9, 2009.

LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2016.

LONGO M., «Elite e Aim, le Pmi restano cruciali anche in futuro», *Il Sole 24 Ore*, 2020.

PAGANI F., «La crescita passa dalla quotazione», *Il Sole 24 Ore*, n.12, 2017.

PERRINI F., *La gestione della quotazione per valorizzare le Pmi*, Milano, Egea, 2000.

PICCHIO N., «Tra Confindustria e Borsa accordo sul progetto Elite», *Il Sole 24 Ore*, 2015.

PRETI P., PURICELLI M., «La guida del Sole 24 Ore alla gestione delle Pmi. La soluzione alle problematiche più tipiche della piccola e media impresa italiana», *Il Sole 24 Ore*, 2011.

REGALLI M., *La quotazione delle small cap ed il ruolo degli intermediari*, Giappichelli, Torino, 2000.

RIGAMONTI S., *Nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*, FrancoAngeli, Milano, 2005.

ROMANO G., *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffré, Milano, 2012.

SASSETTI P., *Guida pratica al Venture Capital*, FrancoAngeli, Milano, 2000.

STROCCHI S., «Una Borsa Italiana forte a fianco delle PMI», *Il Sole 24 Ore*, 2020.

TOMMASO S., *Strategie di innovazione, performance delle imprese e comunicazione in bilancio. Verifiche empiriche e studio di casi*, FrancoAngeli, Milano, 2020.

## *Sitografia*

[www.adviseonly.com](http://www.adviseonly.com)

[www.aimitalia.news](http://www.aimitalia.news)

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

[www.bmegrowth.es](http://www.bmegrowth.es)

[www.borsainside.com](http://www.borsainside.com)

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

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

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

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

[www.econopoly.ilsole24ore.com](http://www.econopoly.ilsole24ore.com)

[www.deutsche-boerse-cash-market.com](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com)

[www.elite-network.com/it](http://www.elite-network.com/it)

[www.euronext.com/en](http://www.euronext.com/en)

[www.focusrisparmio.com](http://www.focusrisparmio.com)

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

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

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

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

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

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

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

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

[www.pmccoach.com](http://www.pmccoach.com)

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

[www.reuters.com](http://www.reuters.com)

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

[www.startingfinance.com](http://www.startingfinance.com)