



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

**Strumenti di finanziamento delle Pmi:
il caso Aim e minibond**

**Financing instruments for SMEs:
the AIM and minibond case**

Relatore:
Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Alessandro Carducci

Anno Accademico 2020 – 2021

Introduzione	3
Capitolo 1 Finanza alternativa	5
1.1 Un fenomeno nuovo e poco conosciuto	5
1.2 Le Pmi italiane e la loro dipendenza dal credito bancario	8
1.3 Razionamento del credito e cause	15
1.4 La crescente importanza della finanza alternativa nell'attuale contesto economico	20
1.5 Dati sulla finanza alternativa in Italia.....	23
Capitolo 2 La quotazione delle pmi in Borsa	26
2.1 Un canale alternativo al credito bancario	26
2.2 Il segmento dedicato alle pmi: Aim Italia.....	27
2.3 Il processo di quotazione e i costi associati	29
2.4 Attori del processo di quotazione	35
2.5 Perché Aim Italia sta acquisendo importanza nel tempo.....	38
2.6 Alcuni dati sul mercato Aim Italia di Borsa Italiana.....	41
2.7 Effetti del Covid – 19 su Aim Italia	50
2.8 Ultime modifiche del regolamento	53
2.9 La cessione di Borsa Italiana da parte di LSE.....	55
Capitolo 3 Le obbligazioni delle Pmi : i minibond.....	59

3.1	<i>Caratteristiche dei minibond e quadro normativo.....</i>	59
3.2	<i>Processo di emissione e quotazione dei minibond.....</i>	62
3.3	<i>Il segmento ExtraMOT Pro3.....</i>	67
3.4	<i>Attori del processo di quotazione</i>	72
3.5	<i>Statistiche sul fenomeno dei minibond</i>	74
3.6	<i>Scadenze e rendimenti dei minibond</i>	81
	<i>Conclusioni</i>	84
	<i>Bibliografia.....</i>	87
	<i>Sitografia.....</i>	89

Introduzione

Il presente lavoro si pone come obiettivo quello di sottolineare l'importanza crescente del ruolo svolto dalla finanza alternativa, cioè di tutte quelle modalità per il finanziamento delle imprese, che si sostituiscono al tradizionale canale bancario, il quale ha continuato a perdere l'efficacia della sua azione a partire dagli anni 2008 – 2009. L'elaborato inizierà a spiegare, anche con l'ausilio di alcuni dati, il fenomeno della finanza alternativa e l'importanza delle PMI per il tessuto economico italiano, oltre che della forte dipendenza di queste società dai prestiti bancari. Nei capitoli seguenti il testo si focalizzerà su due particolari strumenti di finanza alternativa. Innanzitutto, il secondo capitolo discuterà il primo di questi due strumenti alternativi, il quale è rappresentato dalla Borsa, canale che è stato concepito nell'immaginario collettivo come veicolo di finanziamento esclusivamente rivolto alle imprese di dimensioni maggiori, mentre oggi sono operativi presso Borsa Italiana tutta una serie di mercati specializzati nel fornire il supporto necessario alle imprese più giovani e meno strutturate, ma che in prospettiva hanno ampi margini di crescita. Questa misura risulta importante in un Paese come l'Italia, dove il 99 % delle imprese attive nel nostro territorio sono di dimensione piccola e media, e che storicamente hanno fatto affidamento quasi esclusivamente al canale bancario per la raccolta di fondi. Il lavoro cercherà di analizzare, con il fine di una migliore comprensione, il mercato denominato Aim

Italia, all'interno del quale sono presenti le imprese che hanno saputo reggere meglio l'urto della crisi economica provocata nel 2020 dal diffondersi del Covid – 19. Successivamente, al terzo capitolo, l'attenzione verrà spostata su un altro particolare strumento finanziario che si sostituisce ai prestiti bancari, e cioè i Minibond, introdotti nel nostro ordinamento da una serie di decreti legge a partire dal 2012, e che altro non sono che obbligazioni di media e lunga scadenza, di taglia piccola (ovvero con un valore di emissione inferiore ai 50 milioni di euro), e quindi che vengono emesse soprattutto dalle società qualificabili come PMI. Anche per queste particolari obbligazioni verrà descritto un particolare segmento interno all'ExtraMOT Pro, conosciuto come ExtraMOT Pro3, il quale è specializzato nella quotazione delle obbligazioni e di altri strumenti finanziari emessi dalle imprese di minori dimensioni. Si cercherà in seguito, attraverso la presentazione di dati statistici, di dimostrare il crescente ricorso ai Minibond da parte delle imprese, talvolta anche più strutturate e solide rispetto alle PMI.

Capitolo 1 Finanza alternativa

1.1 Un fenomeno nuovo e poco conosciuto

Il termine finanza alternativa, di cui solo negli ultimi anni si è iniziato a parlare con maggiore frequenza, ha iniziato a prendere piede nel linguaggio economico e finanziario a partire dalla grande crisi degli anni 2007 e 2008, i cui effetti hanno continuato a manifestarsi in tutto il decennio successivo. Infatti, a seguito dello scoppio della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, in gran parte del Mondo si è assistito ad un drastico calo del sostegno fornito dalle banche all'economia reale, ed in particolare alle imprese di piccola e media dimensione. In un Paese come l'Italia, dove le banche rappresentano il cardine dei canali per il finanziamento delle imprese, il fenomeno ha avuto un forte impatto negativo. Il calo dei prestiti concessi alle imprese è dovuto ad una serie di fattori. Da una parte si è verificata, specie in Italia, una forte crescita dei tassi di interesse da pagare per il ricevimento dei finanziamenti, la quale è riconducibile ad una improvvisa scarsità di liquidità a disposizione delle banche italiane¹, oltre alla maggiore difficoltà di queste ultime nel reperimento delle risorse dalla Banca Centrale Europea. Inoltre, in conseguenza al fallimento di numerose banche, a seguito dello scoppio della bolla immobiliare negli USA, gli istituti di credito sono stati chiamati al rispetto di una serie di vincoli

¹ Cfr. Costa S., Margani P., Credit crunch in Italy: Evidence on new ISAE survey data, ISAE, (2009).

prima di concedere un prestito. Il sorgere di questi vincoli è dipeso dal raggiungimento di nuovi accordi di natura finanziaria, e più nello specifico quelli di Basilea III, stipulati con il fine di ridurre al minimo le crisi di natura finanziaria rendendo più solide le banche. Infine, la crisi dell'economia reale ha messo a dura prova le imprese, specie quelle di minori dimensioni, in quanto hanno sperimentato un rapido peggioramento dei risultati realizzati dalle loro gestioni, con conseguenti maggiori rischi di insolvenza, portando un minor numero di queste imprese a domandare nuovi prestiti agli istituti di credito, da una parte, e al rifiuto di numerose richieste di concessione del credito da parte delle banche, dall'altra. Questo fenomeno, conosciuto come "credit crunch", ha causato non poche difficoltà alle aziende, molte delle quali sono fallite, mentre altre lottano per la sopravvivenza. Il credit crunch è diventato dunque un tema centrale in un Paese come l'Italia, dove le piccole e medie imprese rappresentano il 99 % del totale delle imprese operanti nel nostro territorio e che arrivano ad impiegare ben il 52 % del totale della forza lavoro dell'industria nazionale². Le società italiane di minori dimensioni sono sottocapitalizzate nella maggior parte dei casi, ed essendo minori le garanzie che possono offrire ai creditori per i prestiti ricevuti, le alternative rispetto alla banca per la raccolta delle risorse finanziarie sono fortemente ridotte, se non nulle. Dunque, si è iniziato a porre al centro dell'attenzione, la questione della necessità

² Costa S., Margani P., Credit crunch in Italy, (2009).

di provvedere al venir meno del sostegno da parte del canale bancario attraverso la realizzazione di nuovi metodi alternativi, in grado di garantire le adeguate risorse finanziarie alle PMI, oltre alla necessità di imprimere un cambiamento nella tendenza delle imprese a ricercare i finanziamenti esclusivamente dagli istituti di credito, spostando la loro attenzione verso i mercati finanziari. La finanza alternativa è quindi l'insieme degli strumenti finanziari alternativi al credito bancario nel provvedere la liquidità alle aziende e finanziare i progetti ritenuti più validi. Un altro evento che ha riguardato il Mondo intero e che contribuirà a rendere ancora più importante il ruolo della finanza alternativa è l'insorgere dell'emergenza legata alla diffusione del Covid-19, come mostrano i dati per l'anno 2020 relativi alla crescita del ricorso a strumenti finanziari quali ad esempio i Minibond, e le performance registrate dalle imprese quotate nel segmento di Borsa Italiana denominato Aim Italia, progettato a favore delle PMI con le migliori performance attuali e prospettive. E' da ritenere, dunque, che è fondamentale cercare continuamente delle soluzioni alternative per la concessione di credito alle nostre imprese, che in questo particolare periodo storico sono sottoposte ad un forte stress e che le sole banche si sono rivelate inefficaci nel fornire il loro supporto.

1.1 Le PMI italiane e la loro dipendenza dal credito bancario

La piccola e media impresa rappresenta un vero e proprio pilastro dell'economia italiana, l'elemento che più di ogni altro contraddistingue la nostra economia da quella degli altri Paesi. E' definita impresa di piccola e/o media dimensione quella che nel corso dell'anno ha occupato meno di 250 dipendenti e conseguito un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro. Per avere una chiara idea della rilevanza di questo fenomeno, è sufficiente sapere che stando a quanto rilevato dall'Istat, le PMI presenti nel nostro Paese nell'anno 2018 ammontavano a ben oltre le 4 milioni di unità, più precisamente 4.298.767, e hanno impiegato nel complesso oltre 13 milioni di addetti³. Inoltre, entrando ancor più nel dettaglio, si scopre che la quasi totalità delle PMI italiane (ben 4.088.057) sono classificabili come microimprese, ovvero quelle che hanno un numero di addetti compreso tra zero e nove. Si parla dunque di imprese che hanno una compagine sociale molto ristretta, spesso costituita da persone legate tra di loro da vincoli parentali, in cui i ruoli della proprietà e della gestione sono spesso svolti dalle stesse persone e che rifiutano l'ingresso di investitori esterni, istituzionali e non istituzionali, nella partecipazione al capitale sociale, circostanza quest'ultima che si unisce al fatto che molto spesso i titolari di queste imprese hanno una scarsa cultura finanziaria, e non conoscono quindi dei modi alternativi per finanziare la loro impresa. Tutti questi fattori

³ Cfr. Istat, Imprese e addetti – principali dati, (2018).

spiegano il motivo per cui le nostre PMI, spesso sottocapitalizzate, si rivolgono quasi esclusivamente alle banche per la raccolta delle risorse necessarie allo svolgimento della loro attività. I dati mettono in risalto la forte dipendenza delle PMI italiane al credito bancario: secondo Crif, società specializzata in sistemi di informazioni creditizie e nell'offerta di soluzioni per il credito, sul totale dei debiti contratti dalle pmi, oltre l'85 % sono rappresentati da prestiti bancari⁴. Questo significa che le imprese di questa categoria hanno come unico canale di finanziamento le banche. Questo permette di capire facilmente la ragione per cui ogni qualvolta si verifica uno shock finanziario, con conseguente contrazione delle concessioni bancarie alle imprese, questo genere di società cominciano a fallire una dietro l'altra. Ecco allora che capiamo anche l'importanza di trovare delle soluzioni alternative che siano in grado di garantire il supporto necessario alle aziende per tutte quelle volte che ne abbiano necessità. Anche in termini economici le PMI contribuiscono in misura rilevante alla produzione del nostro Pil: lo dimostra il Rapporto Centro – Nord, realizzato congiuntamente da Confindustria e Cerved, dove viene preso come riferimento un campione di 122 mila imprese, localizzate nelle zone geografiche più sviluppate d'Italia, con un numero di addetti compreso tra 10 e 250. Il campione rappresenta l'80 % del totale di imprese comprese in quella specifica categoria. Dalla ricerca emergono numeri importanti: 250 miliardi di euro

⁴ Cfr. Martino C., Pmi e risparmio: formula vincente da non sprecare, Il Sole 24 Ore (2019).

di fatturato, 3,3 milioni di persone occupate e ben 180 miliardi di valore raggiunto. Quest'ultimo importo è l'equivalente del 10 % di Pil italiano⁵. Il lockdown dei mesi di marzo e aprile del 2020 ha rappresentato una doccia gelata per le PMI italiane. Infatti, ha aggiunto alla costante carenza di fondi finanziari, tipica di queste imprese soprattutto a partire dalla crisi finanziaria globale del 2007 – 2008, un drastico calo dei livelli di attività produttiva e, come diretta conseguenza, dei livelli occupazionali. Allo stesso tempo le banche hanno cambiato il loro compito, quale tradizionale veicolo per il trasferimento di fondi alle imprese, finendo in tempi più recenti a privilegiare i fondi e servicer vari. E' fondamentale il fatto che gli istituti di credito modifichino anche il modo di osservare una determinata impresa, quindi non limitandosi solo ed esclusivamente all'analisi dei dati finanziari e delle garanzie potenzialmente prestabili, come viene fatto quasi sempre prima di concedere un prestito, ma anche valutare altre variabili di natura non finanziaria, quali la bontà dei progetti proposti, le prospettive di crescita dell'azienda e del mercato in cui opera, le capacità dei managers, eccetera. L'importanza di questo cambiamento di vedute è reso ancora più evidente dalla situazione di forte carenza della liquidità, sofferta in misura maggiore dalle PMI italiane rispetto a quelle europee. E' quanto risulta dallo studio condotto dalla Bce e denominato "Survey on Access to Finance of Enterprises". La ricerca è stata condotta su un campione di 11.236 imprese, di

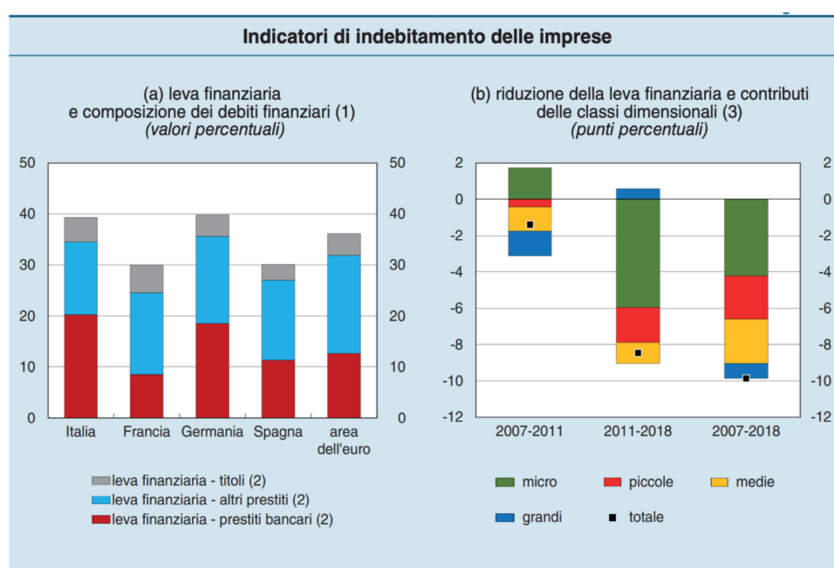
⁵ Cfr. Ganz B., Pmi, il 2019 anno di sofferenza – Gelata dopo 5 anni di crescita, Il Sole 24 Ore (2019).

cui il 92 % ha meno di 250 dipendenti. Sono visti in calo per la prima volta dal 2014 i fatturati in termini netti, nella misura del -2 % rispetto al 20 % registrato sei mesi prima⁶. Sono in caduta libera anche i profitti. La maggior parte delle imprese intervistate hanno giustificato la loro difficoltà nell'ottenere credito con la debolezza delle loro strutture finanziarie. Riguardo a questo specifico tema, le imprese italiane risultano più pessimiste rispetto a quelle europee. Infatti, le imprese europee collegano il mancato accesso al credito al deterioramento del fatturato e dei profitti, mentre le italiane sono preoccupate soprattutto per il fatturato. In termini settoriali, le aziende maggiormente in sofferenza sono risultate quelle operanti nell'industria, anche se le perdite sono state elevate pure nel commercio. Anche per quanto riguarda il costo dei debiti l'Italia è in controtendenza rispetto al resto d'Europa: gli interessi che le PMI devono pagare per i finanziamenti ricevuti sono in calo per la maggior parte di imprese a livello europeo, mentre in Italia gli interessi sono al rialzo e questa è un'altra ragione della maggiore fragilità delle società italiane comparate alle altre presenti sul continente europeo. Dalla relazione annuale redatta dalla Banca d'Italia per l'anno 2019 risultano particolari dati relativamente alle fonti di finanziamento predilette dalle imprese. Nel corso del 2019 il livello di indebitamento delle imprese in generale ha continuato a ridursi, proseguendo quindi il trend iniziato dal 2011. Si parla addirittura di un calo del 68

⁶ Cfr. European Central Bank, Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2019 to March 2020, (2020).

% del Pil dei debiti finanziari delle imprese, e di conseguenza anche la leva finanziaria si è contratta, nell'ordine di due punti percentuali, arrivando al 39 %⁷. Le cause di questo particolare fenomeno sono da ricercarsi, da una parte dai maggiori conferimenti di capitale operati dai soci, mentre dall'altra parte la ragione è dovuta ad una contrazione dei prestiti concessi dalle banche, in particolare a quelle di dimensioni maggiormente ridotte e meno strutturate, le quali vengono percepite come più rischiose. Un altro dato da tenere in considerazione è il primato delle imprese italiane, rispetto a quelle europee, per quel che riguarda l'incidenza dei debiti bancari sul complesso dei debiti finanziari.

1.1 Indicatori di indebitamento delle imprese

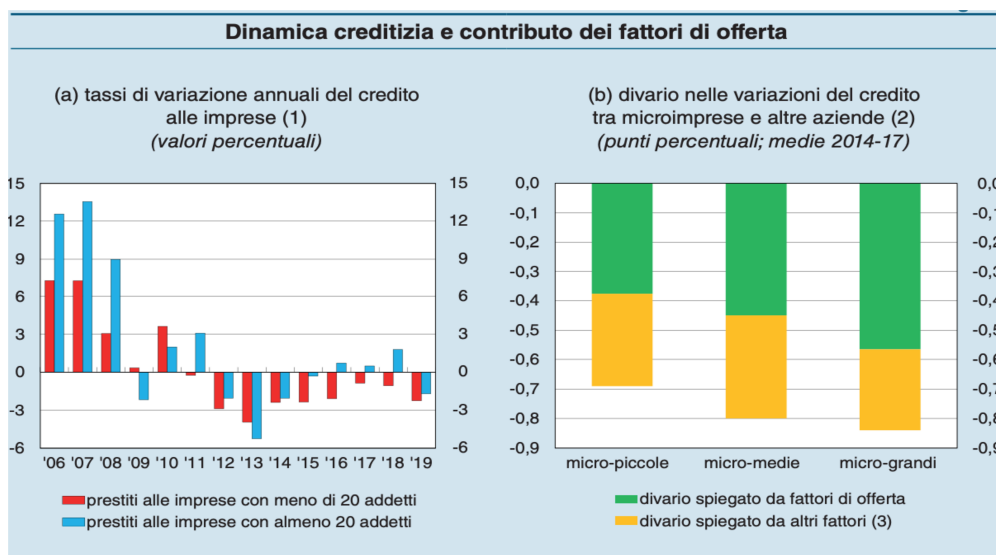


⁷ Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale, 89 (2020).

Fonte: Banca d'Italia, 2020, "Relazione annuale", p. 90

Dal grafico inerente la leva finanziaria salta all'occhio il maggior peso dei prestiti bancari sulla leva finanziaria in Italia rispetto alla media dell'area euro. Il grafico di destra, relativo all'abbassamento della leva finanziaria, mette in risalto chiaramente il fatto che il calo più consistente nella leva finanziaria ha riguardato, oltre che le microimprese, anche le imprese di piccole e medie dimensioni. Il motivo è riconducibile all'uscita dal mercato di tutte quelle imprese con i livelli di indebitamento più elevato. E' interessante analizzare anche la variazione dei crediti concessi alle imprese più piccole e i motivi legati a tale variazione.

1.2 Dinamica creditizia e contributo dei fattori di offerta



Fonte: Banca d'Italia, 2020, "Relazione annuale", p. 92

Nell'immagine in alto possiamo notare nel grafico a sinistra, la brusca variazione nei tassi annuali di credito concesso alle imprese, prima e dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale, i cui effetti hanno iniziato a prodursi in Italia a partire dal 2008, fino ad arrivare ad una nuova crisi nel 2013, conosciuta come "crisi del debito sovrano". E' da notare anche il fatto che le imprese di dimensioni minori sono state quelle a cui le banche hanno concesso i maggiori prestiti prima dell'inizio della recessione. Il grafico di destra mostra l'incidenza dei cosiddetti fattori di offerta nella variazione dell'offerta creditizia alle microimprese ed alle altre aziende, ovvero l'adozione da parte degli istituti di credito di un atteggiamento maggiormente selettivo e prudente nella scelta delle società a cui concedere finanziamenti. E' evidente che le microimprese e le PMI sono le categorie di imprese maggiormente penalizzate a causa della loro opacità informativa, intesa come maggiore difficoltà nel reperire le informazioni necessarie alla formulazione di una corretta valutazione del rischio di insolvenza di un determinato debitore.

1.2 Razionamento del credito e cause

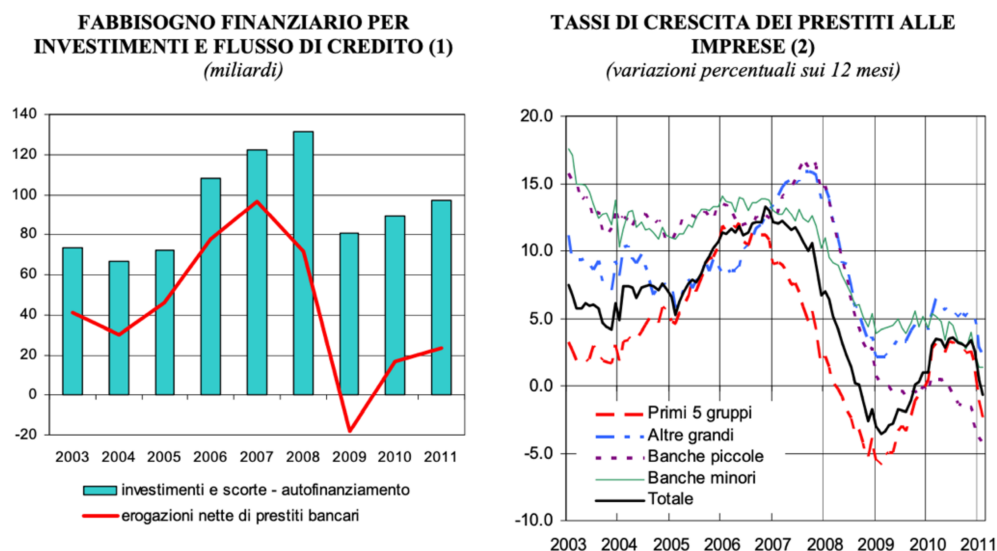
Il fenomeno del razionamento del credito è definibile come quella situazione in cui l'incremento sostanziale del costo dei finanziamenti, unito alla scarsità delle informazioni sul soggetto richiedente le risorse finanziarie ottenibili dal potenziale investitore, determinano una drastica riduzione nella concessione del credito,

soprattutto alle imprese più fragili dal punto di vista della struttura finanziaria⁸ . Studi condotti dalla Banca d'Italia evidenziano come già a partire dallo scoppio della crisi nel 2008, la struttura finanziaria delle imprese in generale risultasse particolarmente squilibrata. Emerge che prima di allora, le imprese di qualunque tipo avevano goduto di una relativa facilità nell'ottenere la concessione di credito bancario e questa circostanza, unita alla cronica sottocapitalizzazione delle aziende italiane, specie quelle di minori dimensioni, ha determinato elevati livelli di indebitamento e una forte incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (circa un quarto del MOL). A partire dal 2009 si è verificato un drastico decremento nei flussi di reddito realizzati dalle imprese e questo ha fatto aumentare notevolmente la difficoltà nel rispetto dei termini di pagamento. Nel 2009, i bilanci di 500.000 aziende conservati ogni anno nell'archivio del Cerved, è emerso in forte evidenza un calo medio delle vendite di ben 11,6 punti percentuali⁹ . L'anno successivo meno della metà era riuscita a tornare ai livelli pre – crisi rilevati nel 2007. Altra conseguenza di una minore redditività creata è la minore capacità delle imprese di autofinanziarsi, e dunque, una ulteriore dipendenza dai finanziamenti degli istituti di credito.

⁸ Cfr. Fulghieri P., Goldman E., Handbook of Financial Intermediation and Banking, (2008).

⁹ Cfr. Banca d'Italia, Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi, 7 (2012).

1.3 Fabbisogno finanziario e tassi di crescita dei prestiti alle imprese



Fonte: Banca d'Italia, 2012, "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", p. 10

Il grafico di sinistra mostra il crollo nell'erogazione dei prestiti da parte delle banche a partire dall'inizio della crisi degli anni 2008 e 2009, dove si può ben notare che il picco nella concessione dei finanziamenti è stato raggiunto un anno prima, cioè nel 2007. Il fabbisogno finanziario viene calcolato come differenza, da una parte, dell'ammontare delle risorse necessarie per i nuovi investimenti e per mantenere le scorte, e dall'altra, dalle risorse generate autonomamente dalla gestione aziendale e che costituiscono la principale delle fonti di finanziamento. In corrispondenza dell'anno 2009 si ha il più grande gap tra prestiti bancari e fabbisogno finanziario, in netto contrasto con gli anni 2005 – 2007, quando i prestiti

bancari coprivano intorno al 70 % del fabbisogno finanziario. Invece, il grafico di destra esibisce le variazioni dei tassi di crescita dei prestiti concessi alle imprese, dove salta all'occhio la caduta avuta sempre nel 2009, quando il tasso ha assunto complessivamente segno negativo tra lo zero e il 5 %, mentre considerando solo gli intermediari di maggiori dimensioni (primi 5 gruppi), la riduzione è stata ancora più marcata (circa il 5 %)¹⁰. Il calo è riconducibile, oltre che al maggiore rischio percepito dalle banche nella concessione di nuovo credito, anche in un abbassamento del livello degli investimenti pianificati dalle imprese, dato che a seguito della minore domanda di beni e servizi, le imprese si sono ritrovate con una capacità produttiva in parte inutilizzata. Infatti, è stato calcolato che, tra il 2008 e il 2009, il fabbisogno finanziario per investimenti si è ridotto di circa 50 miliardi di euro. Le ricerche, condotte sempre dalla Banca d'Italia, hanno indagato sulle motivazioni che hanno spinto le imprese a domandare maggiore credito, identificandole essenzialmente nella riduzione dei flussi di reddito. La domanda di capitali è stata ricollegata principalmente con il fabbisogno di capitale circolante, il quale ha risentito fortemente sia del calo delle vendite realizzate sia delle maggiori difficoltà nell'incassare i pagamenti. Dal lato dell'offerta, si è assistito ad un progressivo inasprimento delle condizioni di accesso al credito, soprattutto a partire dal clamoroso fallimento della Lehman Brothers. I risultati delle ricerche realizzate

¹⁰ Banca d'Italia, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita*, 10 – 11 (2012).

da Invind e Sondaggio congiunturale hanno fatto emergere che all'inizio della crisi il 43 % delle imprese ha dovuto fare i conti con peggiori condizioni di concessione del credito¹¹ . Si fa riferimento al significativo rialzo dei tassi di interesse, che solamente dopo l'intervento da parte della Banca Centrale Europea, si è riuscito a smorzare. Ma anche successivamente all'adozione di politiche espansive da parte della BCE, gli istituti di credito hanno continuato a riservare un trattamento diverso a seconda delle caratteristiche dell'azienda richiedente, cioè praticando tassi minori per le imprese più solide e praticando tassi onerosi per le imprese più piccole e fragili. E' iniziato dunque un divario nelle condizioni per l'accesso ai finanziamenti tra aziende piccole, medie e grandi, divario che continua ad esserci tuttora. Ulteriori difficoltà sono riconducibili alle maggiori richieste di rimborso anticipato da parte delle banche durante il periodo della crisi, che in aggiunta all'impossibilità di ottenere nuovi prestiti, ha fatto sì che un numero di imprese compreso tra il 15 e il 21 % ha riscontrato problemi nel raggiungere un livello di indebitamento desiderato. Alcuni studi basati su dati Invind hanno portato alla luce anche il fatto che, tra il 2007 e il 2008, si è verificato un rialzo significativo del numero di aziende che hanno fatto domanda per ottenere nuovo credito bancario e la cui richiesta è stata respinta dalle banche, arrivando ad una quota dell'8,1 %¹² . I settori a cui appartengono le imprese del campione esaminato e che sono state colpite in misura

¹¹ Banca d'Italia, Fragilità finanziaria e prospettive di crescita, 13 (2012).

¹² Banca d'Italia, Fragilità finanziaria e prospettive di crescita, 14 (2012).

superiore alla media dal fenomeno di razionamento del credito sono le imprese manifatturiere e quelle localizzate geograficamente nelle aree meridionali del nostro Paese.

1.3 La crescente importanza della finanza alternativa nell'attuale contesto economico

La finanza alternativa sta ricoprendo un ruolo crescente nel sostegno alle PMI. Spesso, le PMI consistono in start up e medie imprese innovative, le quali svolgono un ruolo fondamentale nelle diverse economie europee. Nonostante ciò, sono la categoria di imprese più a rischio di fallimento, in quanto hanno maggiori difficoltà a reperire le risorse necessarie per finanziare i loro progetti e le banche hanno la tendenza a verificare le garanzie potenzialmente offribili dalle società, prima di decidere la concessione di un prestito. Infatti, è la stessa Commissione Europea a sottolineare il problema, sostenendo che ben una PMI su tre non riesce ad accedere al credito bancario ed è costretta a far ricorso “alla fantasia”. Tuttavia occorre notare il fatto che è la stessa Bruxelles, attraverso le leggi emanate dai diversi organi dell'Unione Europea, che è andata nel tempo a porre sempre più vincoli alle banche per la concessione del credito alle imprese. La finanza alternativa trova in questo modo un terreno fertile al suo sviluppo. Si sente parlare sempre più spesso di Private Equity, Private Debt, Crowdfunding, Minibond e via dicendo, tutti strumenti che

permettono il trasferimento di risorse finanziarie alle imprese da parte di investitori non istituzionali, ma che comunque dispongono della necessaria professionalità per una corretta valutazione del trade – off tra rischio e rendimento legati all’investimento in una determinata impresa. Già a partire dal 2012 erano stati introdotti nuovi strumenti di finanziamento alternativi alle banche, con il fine di contrastare il credit crunch. Per citarne alcuni, abbiamo il Fondo centrale di garanzia per le PMI e i Minibond, questi ultimi introdotti attraverso il “Decreto Competitività” e seguenti. Inoltre il medesimo decreto ha ridotto i vincoli per l’emissione dei corporate bond e la possibilità per le imprese di ricevere i finanziamenti dalle compagnie di assicurazione e dalle società di cartolarizzazione. Per avere un’idea dell’importanza di alcuni di questi strumenti, occorre sapere che riguardo il Fondo centrale di garanzia, il cui compito è per l’appunto quello di fornire garanzie sui prestiti concessi alle PMI di cui non ne dispongono, da quando è stato introdotto a marzo del 2014 e per i 3 mesi successivi, lo stesso si è fatto carico della copertura di ben 346 mila operazioni del valore complessivo di 55 miliardi di euro, di cui 30 sono stati garantiti. L’incremento delle operazioni nel primo trimestre dall’introduzione del Fondo è stato del 92 %¹³ . Ricerche condotte dalla Banca d’Italia nel corso del 2019 hanno messo in risalto ulteriori evidenze del fenomeno di affermazione della finanza alternativa. Infatti quello che emerge dalla

¹³ Cfr. Bussi C, Quattro antidoti al credit crunch, Il Sole 24 Ore (2014).

relazione annuale per l'anno 2019 è un processo di diversificazione delle fonti di finanziamento: si è verificato un generale incremento nel ricorso alle emissioni di obbligazioni, anche da parte delle società reputate più rischiose. Le cifre sono importanti: le emissioni lorde hanno raggiunto i 47,7 miliardi di euro, che rappresentano un aumento di 12,5 miliardi rispetto ai valori medi registrati negli anni 2014 – 2018. Anche altri canali di finanziamento alternativi alla banca hanno riscontrato un certo successo. Infatti, le imprese tendono a fare sempre più ricorso alle innovazioni digitali, come ad esempio le piattaforme di Invoice Trading, dove le imprese cedono le loro fatture commerciali, oppure il cosiddetto Direct Lending, che altro non è che un prestito diretto alle aziende da parte di fondi specializzati. Riguardo ai Minibond, che saranno meglio approfonditi successivamente, essi spingono le società che li emettono ad operare delle modifiche alla struttura organizzativa interna e a ridefinire il management, facendo sì che le persone che lo compongono siano dotate di determinate qualità e capacità, per garantire il raggiungimento degli obiettivi prefissati e determinando in questo modo anche elevati ritorni in termini di notorietà dell'azienda. Anche la borsa, tramite specifici mercati al suo interno, sta diventando un modo alternativo per ottenere i finanziamenti. Sono in aumento le quotazioni di nuove società non finanziarie:

tanto per avere un'idea, nel solo 2019 sono avvenute ben 33 nuove quotazioni, un numero superiore alla media registrata negli anni 2013-2018, ossia 22¹⁴.

1.4 Dati sulla finanza alternativa in Italia

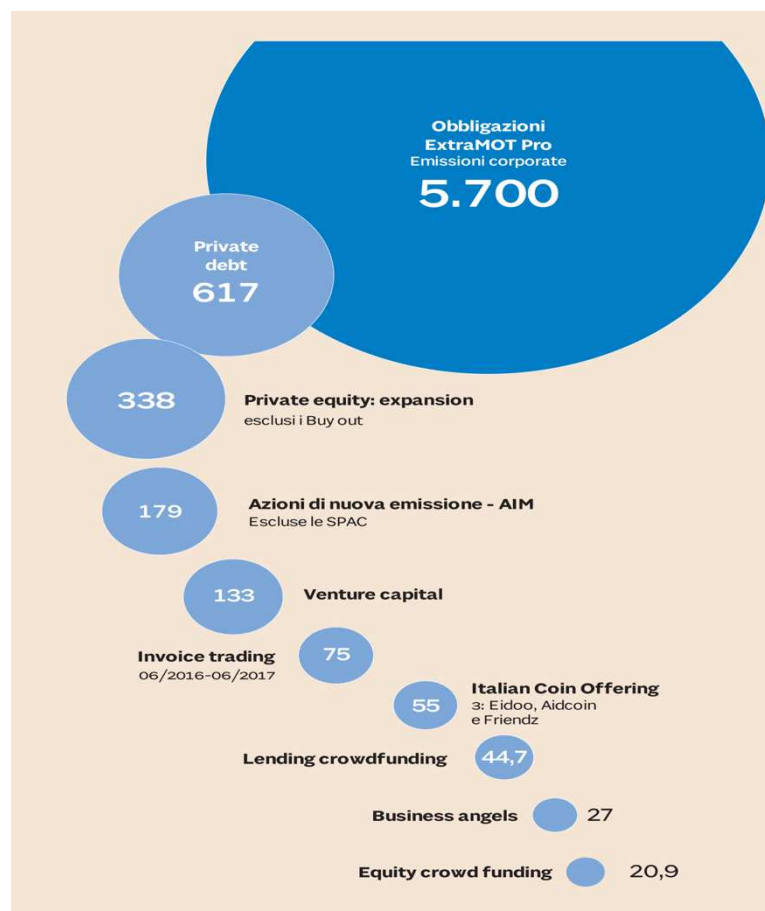
I numeri inerenti la finanza alternativa nel nostro Paese sono da tempo in crescita, come lo sono nel resto d'Europa: lo dimostra chiaramente il Deloitte Alternative Lender Deal Tracker, realizzato dall'omonima società inglese di consulenze finanziarie e operativa in diverse parti del Mondo. Il documento prende come riferimento il primo trimestre dell'anno 2018, dove viene evidenziata una crescita del 22 % del settore in Italia, rispetto ai 12 mesi che precedono la data del rapporto. Vengono posti in risalto i Minibond, che in 5 anni hanno visto un incremento esponenziale del loro valore nominale, quasi 17 miliardi di euro¹⁵. Di questi 2,9 sono relativi ad emissioni effettuate dalle piccole e medie imprese, numero che arriva a 3,2 miliardi se si considerano solo quelle imprese che hanno un fatturato annuo inferiore ai 50 milioni di euro. Gli studi effettuati dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano fanno notare come nel solo anno 2017, le emissioni siano state in tutto 170, per un valore nominale pari a 5,5 miliardi di euro. Di queste, 147 emissioni sono state fatte da imprese che fatturano meno di 50

¹⁴ Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale, 94 (2020).

¹⁵ Cfr. Monti M., Cresce in Italia la finanza alternativa: più supporto a non quotate e Pmi, Il Sole 24 Ore (2018).

milioni di euro all'anno. E' importante sottolineare come sia cresciuta la quotazione dei Minibond nel segmento di Borsa Italiana denominato ExtraMOT Pro: 1,5 miliardi nel 2018, rispetto ai soli 188 milioni del 2017¹⁶. Tutti questi dati ci rendono una idea più chiara di quello che è il continuo sviluppo di questo particolare settore finanziario, alternativo al tradizionale canale bancario.

1.4 I finanziamenti alternativi



¹⁶ Monti M., Cresce in Italia la finanza alternativa, (2018).

Fonte: Il Sole 24 Ore, 2018, “Cresce in Italia la finanza alternativa: più supporto a non quotate e Pmi”

Nonostante l'evidente espansione della finanza alternativa in Italia, sono ancora poche le imprese che si affidano a questi nuovi strumenti per raccogliere le risorse finanziarie. Per prima cosa, è difficile mettere in contatto tra loro i vari stakeholder dell'operazione, ovvero l'impresa emittente, i potenziali investitori e gli sponsor. E nonostante sia in aumento il numero degli investitori che sono potenzialmente interessati ad investire in PMI ad alto potenziale di crescita, un grosso scoraggiamento dal partecipare alle operazioni è dovuto a diverse barriere, una delle quali ad esempio è quella della soglia minima di 500 mila euro per poter accedere all'operazione stessa.

Capitolo 2 La quotazione delle PMI in Borsa

2.1 Un canale alternativo al credito bancario

Lo sviluppo del settore finanziario negli ultimi decenni è stato tale da mettere a disposizione dell'economia reale un numero crescente di prodotti finanziari. Soprattutto a partire dalla Grande Recessione del 2007 – 2008 e il conseguente indebolimento del sistema bancario in gran parte del Mondo, le piccole e medie imprese si sono trovate a vedersi negare la concessione di prestiti bancari necessari a sostenere ed espandere le loro attività economiche, con conseguente fallimento in massa di imprese della suddetta tipologia. Il credit crunch bancario ha messo in luce la necessità di provvedere un sostegno finanziario alle aziende con diverse innovazioni in campo finanziario. Ad esempio, a partire dal 2012 esiste la possibilità anche per le piccole e medie imprese più innovative e dinamiche del nostro Paese di tentare l'approdo nella Borsa Valori, attraverso l'istituzione del segmento denominato Aim Italia o Mercato Alternativo del Capitale. Per queste società sono previsti minori requisiti richiesti ad altre realtà più grandi e solide, oltre che procedure più semplici e veloci di ammissione al listino di Borsa. Come avremo modo di vedere nei paragrafi seguenti, Aim Italia è un segmento a cui ambiscono sempre più imprese, grazie alla visibilità guadagnata al momento della quotazione e alle risorse finanziarie potenzialmente raccogliabili.

2.2 Il segmento dedicato alle PMI: Aim Italia

Aim Italia è un sistema multilaterale di negoziazione (in inglese, multilateral trading facility), ovvero un sistema elettronico di negoziazione dei titoli emessi da soggetti di diritto privato e pubblico. Appartiene alla famiglia dei “Non-regulated market”, cioè quei mercati per i quali non esiste una particolare regolamentazione che ne delinea la struttura ed i meccanismi di funzionamento, come invece accade in un mercato borsistico vero e proprio. E’ comunque prevista una regolamentazione base di questo particolare mercato, la quale è articolata nel seguente modo: disposizioni generali sull’Aim Italia, regolamento degli emittenti, regolamento riguardo i Nominated Advisor, regolamento degli operatori e delle negoziazioni e, infine, il manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni. L’Aim Italia può essere visto anche come il proseguimento di un’esperienza di successo avvenuta nel Regno Unito in 15 anni attraverso il cosiddetto Aim Uk. Possiamo dire che le date più importanti della vita di questo mercato sono: il 19 giugno 1995, cioè la nascita di AIM al London Stock Exchange (LSE), per poi arrivare al 2008, anno in cui AIM è approdato in Italia. Il 22 giugno 2009 avviene la presentazione di AIM in Italia e per finire il 1° marzo 2012 AIM e il MAC vengono fusi tra di loro¹. Data la particolare struttura dell’economia italiana, era necessario trovare una soluzione al problema del finanziamento delle

¹ Cfr. Borsa Italiana, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, 3 (2012).

PMI. Per rendere una idea, basti pensare che nell'industria le PMI forniscono i due terzi circa del valore aggiunto dell'intero settore e quasi l'80% del totale degli occupati². Questo porta l'Italia a posizionarsi al primo posto in Europa per numero di PMI e al secondo per il valore aggiunto creato. Si capisce l'importanza di questa tipologia di impresa per la nostra economia. La Borsa Valori è un potente strumento di finanziamento, in quanto permette la raccolta di capitali da un grande numero di investitori e la messa a disposizione delle imprese con le migliori prospettive di crescita, quindi potenzialmente in grado di garantire elevati ritorni sugli investimenti effettuati.

2.3 Il processo di quotazione e i costi associati

Aim Italia offre l'opportunità alle imprese di minori dimensioni e meno strutturate di accedere a questo veicolo di finanziamento. La Borsa Valori, dunque, non è più uno strumento usufruibile esclusivamente dalle grandi imprese. Infatti, il regolamento di Aim Italia è tale da rendere il processo di quotazione più semplice, rapido e meno oneroso. Sono richiesti minori requisiti, formali e sostanziali, alle aziende che intendono quotarsi in questo specifico mercato. Per prima cosa, sono richiesti requisiti di tipo formale. Il primo fra tutti è quello che prevede un capitale flottante pari ad almeno il 10 % del capitale sociale, nel momento in cui l'impresa

² Borsa Italiana, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, 3 (2012).

decide di quotarsi per la prima volta. Non sono richiesti livelli minimi di capitalizzazione, come invece avviene per l'ammissione al listino di altri mercati. Poi è necessario che il bilancio sociale venga sottoposto ad accertamenti e certificato da una società di revisione, indipendente dalla società cui il bilancio fa riferimento. La redazione del bilancio deve avvenire nel rispetto dei principi contabili italiani, internazionali oppure americani. Inoltre, è necessario che l'impresa venga guidata, sia in fase di pre – ammissione alla quotazione sia durante la permanenza nel listino di mercato, da una particolare figura di intermediario conosciuto come Nominated Adviser, il quale ha il compito di verificare l'adempimento dei diversi obblighi richiesti per la quotazione. Il suddetto intermediario fornisce il suo aiuto alla società nella redazione del cosiddetto “Documento di Ammissione”, il quale ha il compito di fornire un quadro completo della società per quanto concerne il suo management, gli azionisti, l'attività economica esercitata e i dati economici e finanziari. Infine è richiesta, nel caso in cui la società non ne sia già dotata, la creazione di un suo sito web³. L'impresa deve essere in possesso anche dei cosiddetti requisiti sostanziali ai fini dell'ammissione al listino di Aim Italia. Questi consistono, anzitutto, in una serie di buoni risultati gestionali conseguiti in precedenza. Inoltre, l'impresa deve avere in mente una strategia chiara e concretamente realizzabile di crescita e creazione

³ Cfr. Lambiase A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Seconda edizione, FrancoAngeli, Milano (2016).

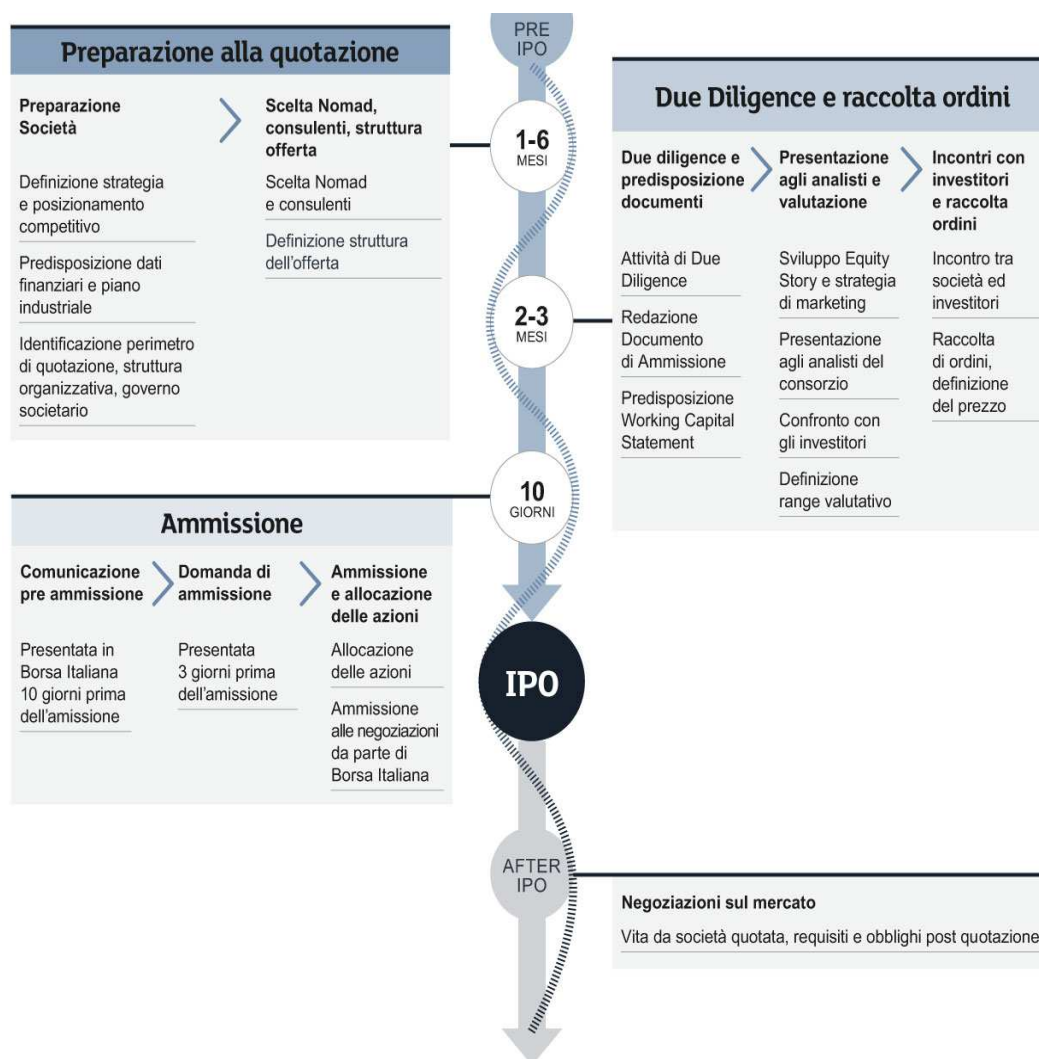
del valore aggiunto. La società deve essere in salute e dunque avere una struttura finanziaria equilibrata, il settore a cui la società appartiene deve essere in crescita e offrire delle buone opportunità di ritorno sugli investimenti, e l'impresa medesima deve essere competitiva e giocare il ruolo di leader nel suo mercato di competenza. E' necessaria la sussistenza di autonomia gestionale e organizzazione manageriale, inoltre il management dell'azienda deve essere valido, dotato di una certa esperienza. Infine, l'impresa deve essere orientata all'internazionalizzazione e possedere la capacità di innovazione⁴. Tutti i requisiti sopra discussi fanno sì che la tipologia di società alla quale è rivolto il mercato Aim Italia sia quello delle piccole e medie imprese o startup, che sono potenzialmente in grado di generare un alto valore aggiunto mediante l'offerta di prodotti e servizi all'avanguardia. Se finora abbiamo parlato di tutti quelli che devono essere i requisiti posseduti dalle imprese per essere ammesse al listino di Aim Italia, occorre tenere in mente che ne esistono altri da rispettare nella fase post – quotazione. Tra questi requisiti sono previsti la redazione e pubblicazione, nei 6 mesi successivi alla chiusura dell'esercizio, del bilancio sociale redatto con l'osservanza dei principi contabili nazionali, internazionali oppure i cosiddetti US GAAP. Inoltre, ogni semestre l'impresa è tenuta a redigere una relazione semestrale, la quale deve essere pubblicata entro 3 mesi dalla chiusura del periodo contabile a cui si riferisce. La

⁴ Lambiase A., La quotazione delle PMI su AIM Italia, (2016).

relazione semestrale è composta dagli schemi contabili tipici di un bilancio d'esercizio, cioè lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario: i prospetti devono essere redatti in modo tale da permettere un confronto con i dati del periodo precedente a quello di riferimento. Particolarmente importante è l'effettuazione delle comunicazioni "price – sensitive", ovvero tutte quelle comunicazioni inerenti a particolari operazioni che sono potenzialmente in grado di determinare delle sensibili variazioni di prezzo delle azioni, come ad esempio il compimento di determinate operazioni straordinarie, oppure la variazione dei risultati in misura significativa da quelli attesi di periodo, eccetera⁵. Tali comunicazioni vanno fatte il prima possibile e sono obbligatorie, secondo quanto previsto dal Regolamento Emittenti Aim Italia. Il processo di quotazione richiede un certo periodo di tempo ed è scomponibile in diverse fasi, le quali sono riassunte dall'immagine sottostante.

⁵ Lambiase A., La quotazione delle PMI su AIM Italia, (2016).

2.1 Il processo di quotazione sul mercato AIM Italia



Fonte: Borsa Italiana, "Il processo di quotazione"

Nella prima fase viene verificata la sussistenza dei requisiti richiesti ad una società ai fini della quotazione. Viene analizzata la società sia internamente che esternamente, quindi si identifica il suo settore di appartenenza e, in base a questo,

si formula una particolare strategia che permetta all'azienda di eccellere e creare il maggior valore aggiunto possibile per gli investitori. Si accertano anche i vari dati finanziari ed economici al fine di accertare lo stato di salute della società e proporre un piano industriale sostenibile finanziariamente. Il management viene poi composto da individui dotati di professionalità e quindi idonei a portare a termine i piani prefissati e generare ricchezza. Tutte queste attività vengono svolte dalla società, congiuntamente al Nomad e al board di consulenti vari scelti dalla stessa. La seconda fase è quella che inizia dalla Due Diligence e arriva fino alla raccolta degli ordini. La Due Diligence è un'attività volta alla raccolta di tutte quelle informazioni necessarie per la preparazione di tutta la documentazione richiesta alla società nel momento in cui decide di emettere strumenti finanziari, che in questo caso sono le azioni. Attraverso la Due Diligence si cerca anche di stabilire il valore futuro del capitale sociale, in seguito alla raccolta dei finanziamenti dal pubblico degli investitori. Si provvede quindi alla redazione del Documento di Ammissione. In questa fase l'azienda viene concretamente presentata agli investitori istituzionali mediante i Road Show e con l'aiuto delle società di comunicazione. A questo punto, il Global Coordinator comincia a fare book – building, ovvero vengono raccolti gli ordini di strumenti finanziari emessi dall'impresa da parte degli investitori, ordinandoli in base al prezzo proposto e alle quantità richieste. L'ultima fase è quella che porta la società ad essere ammessa nel listino di Aim Italia. Borsa Italiana deve ricevere almeno 10 giorni prima dell'ammissione la cosiddetta

“Comunicazione pre ammissione”, contenente tutte le generalità dell’azienda. Inoltre occorre fare la proposta di ammissione almeno 3 giorni prima a quello dell’ammissione effettiva. Infine, una volta che l’impresa è stata ammessa alla quotazione, si procede al vero e proprio collocamento delle sue azioni per la sottoscrizione da parte di altri investitori⁶. Come si può ben dedurre, il processo di quotazione comporta determinati costi, in termini monetari e di tempo, che assumono un certo rilievo. Il tempo minimo richiesto ad una società per essere quotata è variabile, ma è di almeno 6 – 8 mesi, richiedendo periodi più lunghi per le aziende chiamate ad operare i più importanti adeguamenti. In termini monetari, i costi possono essere riassunti in questo modo: i costi fissi, cioè quelli costituiti essenzialmente dalle parcelle e corrispettivi pagati all’insieme dei consulenti che accompagnano l’azienda nel processo di quotazione; i costi variabili, i quali vengono determinati sulla base dell’importo complessivamente raccolto con il collocamento delle azioni; i costi di Borsa Italiana, ovvero le provvigioni che l’impresa deve pagare a Borsa Italiana quando decide di quotarsi. L’ammontare del costo dipende dalla capitalizzazione della società, ma c’è comunque una soglia minima in Aim Italia determinata in 15.000 euro⁷. Assume grande importanza la legge di bilancio del 2018, che al fine di agevolare l’ingresso in Borsa ad un maggiore numero di imprese, prevede un credito di imposta del 50 %, con una

⁶ Cfr. Borsa Italiana, AIM Italia Regolamento Emittenti, 4 – 5 (2019).

⁷ Cfr. Borsa Italiana, Il processo di quotazione.

soglia massima di 500.000 euro di costi sostenuti per la consulenza. La legge è valida dal 1° gennaio 2018 fino al 31 dicembre 2020.

2.4 Attori del processo di quotazione

Nel momento in cui una società decide di intraprendere il percorso di quotazione in un listino di Borsa, occorre l'assistenza da parte di determinati soggetti esterni alla compagine aziendale, i quali attraverso la prestazione dei loro servizi e la fornitura di consulenze, rendono concretamente possibile l'ammissione alle negoziazioni di Borsa della società assistita. La decisione di quotarsi in Borsa, inoltre, è un momento cruciale nell'intera vita di una società, e ad essa, sono collegati tutta una serie di costi di cui l'azienda medesima deve tenere presente, al fine di una corretta analisi costi/benefici dovuti alla quotazione. Primo fra tutti i soggetti che assistono l'impresa in questa iniziativa è senza ombra di dubbio il cosiddetto Nominated Advisor, conosciuto anche con l'abbreviazione Nomad. Questo soggetto deve essere iscritto in un apposito registro tenuto da Borsa Italiana per poter esercitare le funzioni attribuitegli. Per procedere all'inserimento del nominativo di un Nomad nel suddetto registro, Borsa Italiana accerta in via preliminare il rispetto di una serie di requisiti. Anzitutto, il Nomad deve essere una banca o una impresa di investimento comunitario o una impresa appartenente a una rete di società di

revisione legale⁸. In quest'ultimo caso, è necessaria la presenza di un consiglio di amministrazione e di un collegio sindacale noti al mercato e dotati del requisito di professionalità. Il Nomad è chiamato a sottoporre il proprio bilancio ad accertamenti e al giudizio di un revisore legale ovvero società di revisione legale. Inoltre, deve trattarsi di un intermediario in possesso di un'adeguata esperienza in materia di Corporate Finance, e per essere considerato esperto in tale campo, il Nomad deve avere esercitato le attività inerenti per un lasso temporale di almeno due anni. E' richiesta anche, all'interno della struttura del Nomad, la presenza di soggetti definitivi "key executives", cioè dirigenti chiave, i quali devono vantare una serie di requisiti quali la professionalità e l'esperienza derivante dall'aver realizzato una certa serie di operazioni nell'ambito del Corporate Finance e di pratiche di mercato. Devo inoltre possedere una solida conoscenza delle norme e dei regolamenti di Corporate Finance. Infine, il Nomad deve avere adeguati controlli e procedure per il rispetto del Regolamento di Borsa Italiana. Tutti questi requisiti sono indispensabili al fine di garantire il corretto assolvimento delle funzioni da parte del Nomad, il quale assume il ruolo di cardine nel corretto funzionamento del mercato Aim Italia. Per quanto riguarda i compiti svolti, il Nomad valuta, prima di tutto, l'appropriatezza di una determinata impresa e degli strumenti finanziari da essa emessi, quindi occorre conoscere bene la gestione

⁸ Cfr. Borsa Italiana, Gli Advisor.

caratteristica dell'emittente e il settore all'interno del quale è inserito, i progetti che l'impresa si propone di realizzare e la fattibilità degli stessi, oltre che la struttura finanziaria della stessa. Il Nomad può svolgere anche il ruolo di Global Coordinator. Accerta inoltre il rispetto e l'adempimento degli obblighi derivanti dal Regolamento Aim Italia. Il Global Coordinator è una banca di investimento che cura tutte le fasi del processo in quotazione, ed in particolare il collocamento delle azioni delle società nelle IPO (Initial Public Offer). Inoltre, al fine di garantire la sottoscrizione della totalità delle azioni collocate presso il pubblico, il Global Coordinator organizza il cosiddetto Road Show, termine che identifica l'insieme degli incontri in cui l'azienda viene presentata ai potenziali investitori istituzionali, determinando così quello che è l'equity story dell'azienda, ovvero il suo profilo generale. C'è poi l'Advisor finanziario, che è quel consulente il quale, dopo aver esaminato quella che è la struttura economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa, stabilisce la migliore OPV, cioè Offerta Pubblica di Vendita. Si incarica inoltre di curare i rapporti intercorrenti tra l'imprenditore e gli altri consulenti. Il consulente legale si occupa delle vicende di natura giuridica e contrattualistica relative al processo di quotazione, oltre che di Corporate Governance, mentre la società di revisione certifica la validità dei bilanci forniti dall'impresa, in termini di veridicità e correttezza dei dati riportati. Infine la società di comunicazione rende nota, attraverso la stampa e altri mezzi di comunicazione, la società alla comunità finanziaria nazionale e internazionale, creando valore

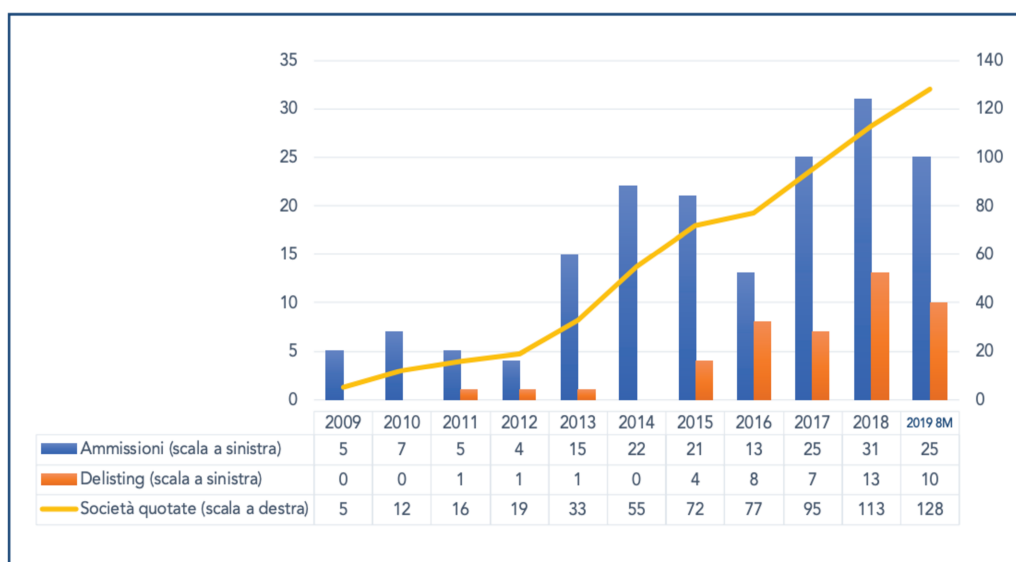
attorno al suo nome e rendendola maggiormente visibile e attraente rispetto ai suoi concorrenti. Si tratta di un compito di grande rilievo, perché determina il successo oppure il fallimento di una IPO⁹.

2.5 Perché Aim Italia sta acquisendo importanza nel tempo

Le ricerche condotte dalla School of Management del Politecnico di Milano, le quali hanno preso in esame un lasso temporale che spazia dal 2009 al 2019, permettono di affermare senza ombra di dubbio, che quella di Aim Italia è una vera e propria storia di successo. I dati ci permettono di capire il trend di questo particolare segmento di Borsa Italiana, che è andato crescendo nel corso degli anni e ha subito addirittura un'impennata nel 2020 a causa degli effetti negativi prodotti dall'emergenza Covid-19 sull'economia nazionale e globale.

⁹ Borsa Italiana, Gli Advisor.

2.2 Flusso delle ammissioni, delisting e numero totale delle società quotate su Aim Italia dal 2009 al 1/9/2019



Fonte: Politecnico Milano, 2019, “Aim Italia 2009 – 2019”, p. 5

L’immagine sopra riportata ci mostra, anno per anno, il totale di società ammesse per la prima volta alla quotazione, quelle che hanno cessato le negoziazioni in quel mercato e le imprese quotate complessivamente. In data 1 settembre 2019 le imprese presenti nel listino erano 128. Di queste, il 41 % era qualificabile come PMI. Importante dato da considerare è il fatto che nello stesso periodo in esame, il Mercato Telematico Azionario (MTA), principale mercato gestito da Borsa Italiana, ha visto l’ingresso nel suo listino di ben 53 nuove imprese, le quali provenivano proprio da Aim Italia. Questo lo rende il principale fornitore della Borsa vera e propria, in termini numerici, di imprese italiane. Altra caratteristica che sottolinea

la vocazione del mercato Aim Italia di terreno ideale per il potenziamento delle piccole e medie imprese è il fatto che quasi tutte le imprese che hanno debuttato nel listino, circa il 90 % dei casi, hanno optato per un'offerta pubblica iniziale (IPO), quindi hanno goduto dell'appoggio di investitori istituzionali. I dati mostrano, inoltre, che il capitale raccolto dal totale delle imprese in fase di prima quotazione ammontava a ben 3,8 miliardi di euro¹⁰. In merito alla distribuzione geografica e settoriale, le ricerche indicano che metà delle imprese quotate in Aim Italia hanno sede legale in Lombardia, la regione con il maggiore peso economico in Italia, seguita da Emilia Romagna, Lazio e Veneto. I settori di appartenenza delle imprese coinvolti in particolare sono quelli dei servizi al consumo (18 %), industriale (17 %), tecnologico e dei beni di consumo (12 %). Interessante il fatto che in media occorrono 16 anni, da quando una società viene fondata, prima che decida di quotarsi. E' importante sottolineare come numerose imprese quotate in Aim Italia siano delle startup. Il 26 % delle imprese quotate è attiva da meno di 3 anni, appartenenti in particolare al settore tecnologico, e quindi qualificabili come startup innovative. Tuttavia sono numerose anche le imprese che hanno una lunga storia imprenditoriale prima di prendere la decisione della quotazione in questo particolare listino. Infatti, una quota del 27 % delle imprese quotate ha più di 20 anni. Rilevante è anche la capitalizzazione complessivamente raggiunta dal mercato

¹⁰ Cfr. Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019: 10 anni di storie imprenditoriali, 5 – 6 (2019).

nel periodo suddetto: ben 6,7 miliardi di euro¹¹. Aim Italia è senza ombra di dubbio destinato ad emergere tra i segmenti di Borsa Italiana, in quanto è un'importante fonte di risorse finanziarie per le PMI e startup più all'avanguardia nel nostro Paese. Il segmento in questione rappresenta la rottura dello stereotipo secondo il quale la Borsa Valori è rivolta e vi sono quotate esclusivamente le cosiddette big company. Il mercato è organizzato e possiede una regolamentazione altamente flessibile che offre l'occasione a tantissime altre imprese, anche poco strutturate e piccole, la possibilità di essere quotate. Vedremo nei paragrafi successivi come nell'ultimo anno i dati riferiti al segmento hanno subito un'impennata rilevante e anche come le imprese quotate in Aim Italia hanno ottenuto performance migliori delle società appartenenti al segmento MTA.

2.6 Alcuni dati sul mercato Aim Italia di Borsa Italiana

Il paragrafo precedente si è soffermato sul numero di imprese e sulla capitalizzazione complessivamente raggiunta dal mercato nei primi 10 anni di esistenza di Aim Italia, ma ci sono altri dati di natura economica, finanziaria e non, che sottolineano la crescente rilevanza del mercato in questione. Il gruppo di ricerca si è concentrato sull'anno 2018, per analizzare i bilanci consolidati delle varie società transitate sul listino e quindi valutare la capacità delle stesse di produrre

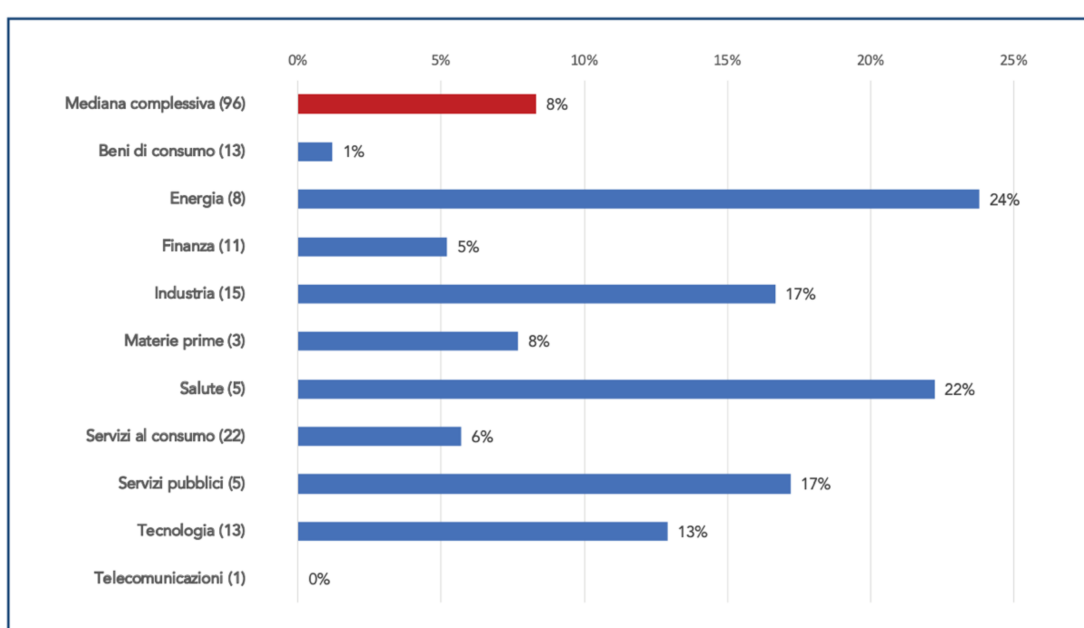
¹¹ Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 7 – 8 (2019).

ricavi, e quindi di realizzare determinati margini operativi. Tenendo in considerazione le società non finanziarie quotate in data 1/9/2019, e quelle trasferite sul mercato principale, si scopre che il fatturato complessivamente raggiunto nel 2018 è stato di ben 7,2 miliardi di euro. Risulta che la maggioranza delle aziende (33 %) ha conseguito un fatturato compreso tra i 10 e i 30 milioni di euro, e solo il 13 % delle stesse ha registrato fatturati eccedenti i 100 milioni di euro. Significativo è il valore assunto dall'EBIDTA aggregando la totalità delle aziende: 1 miliardo di euro¹². Ricordiamo che la sigla sopra riportata è una misura della ricchezza generata dalla gestione caratteristica dell'impresa, prima che vengano dedotti gli oneri finanziari, le quote destinate agli ammortamenti e le imposte. Importanti gli effetti su altre grandezze economico – finanziarie dovute alla quotazione. E' stato preso a riferimento un campione di 97 imprese, cioè il totale di quelle che si sono quotate in Aim Italia (escluse le SPAC e le società finanziarie). Di ciascuna di queste imprese è stato calcolato il CAGR, che altro non è che il tasso di crescita composto annuale del volume di affari, prendendo come asso temporale di riferimento quello che parte dalla data di prima quotazione e che arriva al 1/9/2019, oppure la data di delisting, nel caso in cui l'azienda non fosse più presente nel listino. L'immagine di seguito riportata mostra il CAGR mediano (non medio), e

¹² Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 8 (2019).

quello ottenuto dalle imprese nei diversi settori in cui sono attive (tra parentesi è indicato il numero di aziende considerate).

2.3 Tasso di crescita mediano annuale (CAGR) del volume d'affari dalla quotazione ad oggi

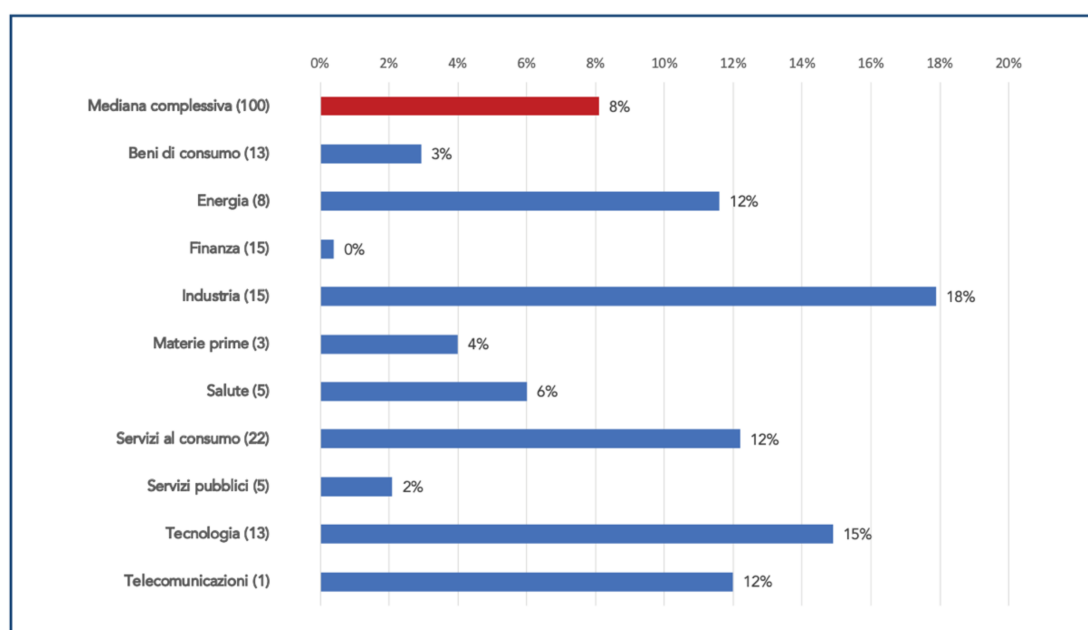


Fonte: Politecnico Milano, 2019, "Aim Italia 2009 – 2019", p. 10

Come si può chiaramente vedere, le imprese che hanno sperimentato la crescita più elevata del fatturato sono quelle nel settore dell'energia e della salute (rispettivamente, 24 e 22 %). E' anche da tenere presente che le società esaminate sono poche per determinati settori e questo incide fortemente sul risultato finale. Anche il lasso di tempo in cui una società resta sul mercato influenza sensibilmente

il dato interessato. Successivamente, è stato calcolato anche il tasso mediano di crescita annuale degli addetti dichiarati, sempre a partire dall'inizio del periodo di quotazione. I risultati ottenuti sono riportati nel grafico sottostante.

2.4 Tasso di crescita mediano annuale (CAGR) degli addetti dalla quotazione ad oggi



Fonte: Politecnico Milano, 2019, "Aim Italia 2009 – 2019", p. 11

Di nuovo, il valore mediano è dell'8 %, ma questa volta l'incremento più alto di addetti è l'industria (18 %), seguita dal settore tecnologico (15 %). La ricerca è andata più nel dettaglio, con il fine di scoprire il legame tra la quotazione nel listino di Aim Italia e la crescita dei ricavi, sempre limitatamente alle società non

finanziarie. A tal fine è stato calcolato il CAGR dei ricavi, prendendo in considerazione un lasso temporale variabile da 1 a 5 anni dopo la quotazione. Come è facile intuire, senza colpi di scena di alcun genere, l'aumento dei ricavi è tanto più marcato nei primissimi anni dopo l'ammissione alla quotazione. Il valore mediano registrato dopo il primo anno è pari a +16,3 %, dopo due anni arriva a +12,3 % e dopo cinque anni, il valore rilevato continua ad essere elevato (+7,2 %) ¹³. Un'altra evidenza non troppo sorprendente riguarda la crescita dei fatturati a partire dall'anno successivo a quello di ingresso in Aim Italia. Infatti, le imprese piccole sono quelle che conseguono i migliori risultati. Un campione composto da 34 aziende che fatturano meno di 10 milioni di euro l'anno, hanno registrato dopo l'approdo in Borsa una crescita dei ricavi del 27,5 %. Lo stesso tasso viene calcolato anche per verificare la relazione tra ingresso in Aim Italia e crescita del numero di addetti. Si nota, come in precedenza, che gli incrementi più importanti si verificano nel breve periodo rispetto che nel lungo periodo, ma comunque le differenze tra i diversi anni sono meno marcate rispetto a quelle relative ai ricavi. Infatti, l'incremento mediano rilevato nel primo anno è pari al 9,1 %, a due anni è dell'8,8 %, fino ad arrivare a cinque anni, dove risulta pari all'1,6 % ¹⁴. Tutti i dati appena citati sono un'ulteriore conferma dell'impatto positivo sullo sviluppo di imprese con dimensioni ridotte e poco strutturate, ma quotarsi in Aim Italia provoca altre

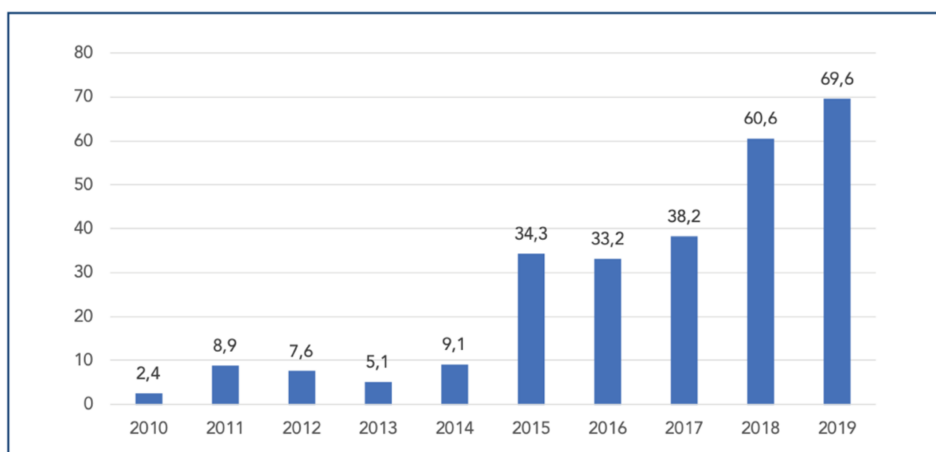
¹³ Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 11 (2019).

¹⁴ Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 12 (2019).

conseguenze oltre a quelle di cui si è appena parlato. Se l'attenzione si sofferma su tutte le attività poste in essere dalle aziende a seguito dell'ammissione alle negoziazioni, otteniamo dei dati interessanti su quelli che sono gli utilizzi del capitale raccolto con la quotazione. Il lavoro compiuto dalla School of Management del Politecnico di Milano è stato finalizzato alla stima della crescita negli impieghi in relazione al totale delle risorse ottenute, e la misura in cui gli impieghi vengono finanziati anche con modalità diverse dal capitale proprio, come ad esempio i debiti finanziari. Nei primi tre anni dall'avvenuto ingresso nel listino, gli aumenti maggiori sono quelli inerenti gli investimenti in immobilizzazioni, materiali e immateriali: i dati mostrano che al terzo anno dalla prima quotazione, l'incremento mediano delle prime è pari al 20,9 % in rapporto al totale delle risorse raccolte, mentre le immobilizzazioni immateriali subiscono una crescita superiore, pari al 27,6 %. Un aumento nei debiti finanziari del 28 % al terzo anno suggerisce che i diversi investimenti realizzati dalle imprese vengono finanziati non solo attraverso il capitale di rischio, il quale è la ragione della crescita di patrimonio netto del 101 % nel terzo anno . L'unica voce che subisce un calo è quella relativa al capitale circolante netto operativo, le cui ragioni sono riconducibili al miglioramento nell'efficienza gestionale oppure, in alternativa, ad un maggiore potere contrattuale esercitato dall'azienda sulla catena del valore. A sostegno della tesi secondo cui la Borsa è potenzialmente un canale sostituibile a quello bancario, in quanto in grado di fornire una grossa mole di liquidità alle aziende per finanziare i loro progetti più

redditizi, è stato calcolato il rapporto fra il capitale di rischio raccolto e il fabbisogno finanziario dell'impresa. Il risultato è stato quello di notare che al momento della prima quotazione, il flusso di risorse finanziarie raccogliibile è ingente: nel primo anno il rapporto è del 128,9 %, nel secondo arriva all'80,7 % e nel terzo è pari al 35,7 %¹⁵ . Il calo che si verifica negli anni successivi è giustificabile con un maggiore contributo da parte di altre fonti di finanziamento. Dalla prospettiva dell'investitore, il quale sceglie di impiegare le proprie risorse in quelle attività che gli garantiscono la più alta remunerazione possibile a parità di rischio, gli studi si sono concentrati anche sui dividendi che le aziende, una volta ammesse nel listino di Aim Italia, sono in grado di corrispondere ai loro azionisti.

2.5 Flusso totale di dividendi distribuiti dalle società quotate su AIM Italia dal 1/1/2009 al 31/8/2019



¹⁵ Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 12 (2019).

Fonte: Politecnico Milano, 2019, "Aim Italia 2009 – 2019", p. 13

Il grafico sopra riportato ci mostra, per ogni anno, il totale dei flussi di dividendi pagati dalle società appartenenti ad Aim Italia. Salta all'occhio la crescente capacità di tali aziende di pagare ai loro investitori adeguati dividendi, arrivando il flusso totale per l'anno 2019 a sfiorare i 70 milioni di euro. I motivi di questi forti incrementi sono, da una parte, i più alti numeri di imprese quotate sul mercato e, soprattutto, i buoni risultati conseguiti di anno in anno dalle gestioni aziendali, essendo l'ammontare dei dividendi erogati in un certo anno dipendenti dagli utili realizzati nell'anno precedente. Aim Italia conferma, di nuovo, le proprie potenzialità come canale di finanziamento alternativo alla banca, attraverso gli aumenti di capitale sperimentati dalle società. I dati indicano che, su un totale di 38 operazioni di questo genere compiute fino al 31/8/2019, il capitale è aumentato complessivamente di 150 milioni di euro¹⁶. La quotazione, inoltre, sembra rendere più agevoli le operazioni di M&A, ovvero le fusioni (mergers) e le acquisizioni (acquisitions). Questo genere di operazioni sono state realizzate, in un arco temporale di 10 anni, per 67 aziende, che rappresentano il 43 % del campione. Le acquisizioni sono qualificabili come investimenti in immobilizzazioni immateriali, in quanto compiute con il fine di disporre di una partecipazione al capitale sociale

¹⁶ Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 13 (2019).

di un'altra impresa. Questa è un'ulteriore conferma di come le imprese incrementano i loro investimenti in asset tangibili e intangibili, dopo l'ammissione alle negoziazioni in Aim Italia. In tema di innovazione, la ricerca ha poi preso in considerazione il numero di brevetti detenuti da ogni società quotata nel mercato in esame. Il risultato è stata la scoperta del fatto, che almeno 1/3 delle imprese presenti sul listino dispongono di almeno un brevetto. Per la precisione, il 61 % di esse avevano da 1 a 5 brevetti, il 15 % da 6 a 10 brevetti, mentre 24 % esibiva più di 10 brevetti¹⁷. I dati permettono, quindi, di qualificare le imprese quotate come “innovative”, in linea con lo scopo del mercato di supportare questa categoria di aziende. Altra questione è quella del delisting, cioè l'uscita dalle negoziazioni di una certa società. Su un totale di 45 casi di delisting avvenuti in 10 anni di operatività, il 27 % dei casi era attribuibile a società che, una volta cresciuta a sufficienza, decidono di passare al mercato principale di Borsa Italiana. L'evidenza, dunque, è quella del ruolo di “trampolino di lancio” giocato da Aim Italia, che permette alle aziende più promettenti di svilupparsi abbastanza da poter ambire all'ammissione alla quotazione nel mercato borsistico vero e proprio, accanto alle big company.

¹⁷ Politecnico Milano, AIM Italia 2009 – 2019, 14 (2019).

2.7 Effetti del Covid – 19 su Aim Italia

La recessione economica mondiale provocata dal diffondersi del Covid – 19 nel Mondo ha messo in prova l'efficacia di Aim Italia, quale strumento di sostegno finanziario alle PMI, che sono la categoria di imprese rappresentante la colonna portante dell'economia italiana. Le imprese quotate in questo particolare mercato hanno dimostrato una maggiore resilienza agli shock economici rispetto a quella delle società più strutturate e comprese nei listini degli altri principali mercati di Borsa Italiana. I dati ci dicono che 1/5 delle società quotate in Aim Italia (cioè 23) sono risultate più liquide delle 23 quotate sul listino STAR¹⁸, il segmento dedicato alle imprese di medie dimensioni, con capitalizzazione sotto i 100 milioni di euro, che rispettano elevati requisiti in termini di trasparenza, liquidità e Corporate Governance. Il Covid – 19 ha avuto un maggiore impatto sul numero di imprese che decidono di quotarsi per la prima volta: una sola impresa tra gennaio e maggio 2020 contro sei imprese nello stesso periodo del 2019. L'analisi è stata poi fatta con la comparazione dei dati di due periodi di riferimento: il primo inizia a gennaio e finisce il 21 maggio del 2020, mentre il secondo parte il 20 febbraio 2020 e arriva al 21 maggio 2020. Il risultato del confronto è stato interessante: le perdite maggiori sono state subite nella prima fase del lockdown imposto per contrastare la diffusione del Covid – 19, quindi nel periodo tra fine febbraio e nelle prime tre

¹⁸ Cfr. Incorvati L., Le piccole di Aim Italia più resistenti all'impatto Covid, Il Sole 24 Ore, 2020.

settimane di marzo. Gli indici hanno subito un tracollo del 20 %, ma quello che emerge è importante: l'indice peggiore in assoluto è risultato essere il FTSE MIB, con una perdita di valore del 27,31 % a partire da inizio anno e del 31,87 % dalla diffusione del Covid – 19 (ovvero il 20 febbraio). Al contrario, l'indice che tra tutti ha subito il minor crollo di valore è stato proprio il FTSE Aim Italia, rispettivamente -14,83 % da inizio anno e -15 % dalla diffusione del Covid – 19. In termini di recupero del valore, avvenuto nella cosiddetta “Recovery Phase”, che ha avuto luogo dal 16 marzo al 22 maggio, l'indice con la migliore performance è risultato essere l'indice Star (+24,9 %), invece Aim ha registrato un incremento decisamente inferiore (+10,1 %) ¹⁹ . Inoltre Kevin Tempestini, amministratore delegato di KT&Partners, società che fornisce consulenze alle pmi sui mercati finanziari e creditizi, ha voluto sottolineare che la velocità di turnover relativa ad Aim Italia, è diminuita tra i mesi di gennaio e aprile del 2020 e questo dato è un'ulteriore dimostrazione di come l'indice di questo mercato sia stato quello meno colpito dalla crisi. Ci sono anche delle ragioni particolari per cui le imprese quotate in questo listino hanno reagito meglio al Covid – 19. La prima e più importante è che le aziende sono assistite in questo caso solo ed esclusivamente da investitori professionali e istituzionali, i quali oltre a disporre delle competenze e degli strumenti necessari per valutare adeguatamente il rischio di un determinato

¹⁹ Incorvati L., Le piccole di Aim Italia più resistenti all'impatto Covid, (2020).

investimento, sono focalizzati sul lungo termine e quindi si aspettano la possibilità che si verifichino eventi negativi di natura temporale contenuta, come nel caso del Covid – 19. Altro fattore che fa la differenza è la significativa mole di liquidità che questa categoria di investitori è in grado di offrire alle imprese di cui detengono le partecipazioni.

2.8 Ultime modifiche del regolamento

I continui e costanti risultati positivi conseguiti da Aim Italia, anche in periodi difficili come quelli che stiamo vivendo, hanno spinto le autorità competenti ad apportare degli aggiornamenti al regolamento di questo segmento di Borsa Italiana, che hanno come conseguenza il consolidamento di determinate pratiche, quello di indirizzare nuove pratiche e l'introduzione di innovazioni in grado di stare al passo con l'evoluzione del mercato. Le nuove modifiche sono entrate in vigore, nella maggior parte dei casi, a partire dal 20 luglio e dal 16 settembre 2020. Le imprese che sono quotate da prima di tali date hanno tempo fino al 30 giugno 2021 per adeguarsi al nuovo regolamento. Le aree più importanti che sono state innovate sono quelle inerenti gli emittenti e le varie possibilità di accedere al segmento Aim Italia. Per quanto riguarda i Panel e le offerte pubbliche: il Panel continua a svolgere il suo ruolo di mediatore nel caso in cui insorgano delle controversie tra Borsa Italiana e una società emittente, in relazione alle violazioni delle disposizioni del

Regolamento Aim Italia. In aggiunta, da adesso in poi il Panel può svolgere un compito negoziale determinativo per quanto concerne le questioni relative alle offerte pubbliche di acquisto²⁰. E' stato poi introdotto un segmento interno ad Aim Italia e riservato esclusivamente agli investitori professionali. Questo segmento è stato creato per quelle società che decidono di entrare gradualmente nel mercato, per compiere operazioni da parte di società che non hanno immediate necessità di raccolta dei capitali ma che possono attendere migliori condizioni di mercato, e infine, per le operazioni di raccolta dei capitali nel caso di offerta di prodotti con caratteristiche non adeguate a una clientela al dettaglio. Per poter partecipare, alle imprese viene richiesto un capitale flottante minimo del 10 % e le negoziazioni hanno un lotto minimo di 5000 euro²¹. Inoltre, le negoziazioni possono essere compiute esclusivamente da investitori professionali. Per quanto concerne il tema della governance e della trasparenza societaria: con la nuova riforma del Regolamento Aim Italia, le società sono tenute alla nomina di un amministratore con i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci (art. 148, comma 3 del TUF), scelto dagli azionisti tra i nomi presenti in una lista di personalità valutate positivamente dal Nomad. Inoltre, per tutte quelle società che erano già quotate prima dell'entrata in vigore delle modifiche, viene chiesto di designare entro il 31 dicembre 2020, un investor relations manager, il quale ha il compito specifico di

²⁰ Cfr. Borsa Italiana, Avviso n. 17857, 2 (2020).

²¹ Borsa Italiana, Avviso n. 17857, 3 (2020).

curare i rapporti tra l'azienda e gli investitori²². Dal lato degli emittenti, è richiesto l'adempimento di determinati obblighi informativi. In particolare, devono essere pubblicati sia il calendario degli eventi societari, con indicazione delle date delle riunioni degli organi chiamati ad approvare i prospetti contabili e quelle di presentazione degli stessi agli analisti. Inoltre deve essere indicata anche la data di pubblicazione della relazione dei revisori, nel caso sia obbligatoria.

2.9 La cessione di Borsa Italiana da parte di LSE

Una delle ultime operazioni realizzate dal LSEG e che rimarrà nella storia è il divorzio, avvenuto dopo 12 anni di matrimonio, con il listino di Borsa Italiana. La decisione inizialmente non era nelle intenzioni della Borsa londinese, la quale percepiva ogni anno dal listino milanese dei dividendi, il cui valore si aggirava intorno ai 100 milioni di euro. La vendita è stata dettata dalla volontà del LSEG di acquisire Refinitiv, società attiva nella fornitura di informazioni utili ai mercati finanziari, e per procedere in tale direzione, Londra avrebbe dovuto ottenere il via libera dall'Antitrust Ue, organo deputato a garantire la concorrenza in qualunque genere di mercato in ambito Ue. Borsa Italiana è anche da diverso tempo nel mirino di Euronext, una sorta di federazione di Borse appartenenti a diversi Paesi europei,

²² Borsa Italiana, Avviso n. 17857, 4 (2020).

in particolare quelle di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Lisbona, Dublino e Oslo, ma ancora alcuni mesi addietro il LSEG aveva rifiutato di vendere Borsa Italiana²³. Euronext è interessata anche ad altri asset italiani, quali il mercato MTS e Cassa di compensazione e garanzia. MTS ha importanza strategica per l'Italia, in quanto è il mercato in cui vengono scambiati all'ingrosso i titoli di Stato. La questione era divenuta delicata in quanto un eventuale accorpamento di Refinitiv con LSEG avrebbe comportato una fusione tra trading e business dati, spostando il fulcro della gestione del gruppo sulla seconda categoria di attività. La fusione tra Borsa Italiana ed Euronext sembra poi più una decisione di carattere politico che finanziario, in quanto assume la forma di un tentativo di realizzare una Borsa unica a livello europeo. Massimo Capuano, che è stato il primo amministratore delegato della Borsa e quello che fornì il consenso alla fusione con Londra, ricorda i suoi tentativi di quotare la Borsa stessa, operazione non possibile in quanto organismo finalizzato all'ammissione a quotazione dei vari soggetti, privati e pubblici, nel suo listino. L'accorpamento realizzato tra LSE e Borsa Italiana era avvenuto in un periodo di forte crescita della concorrenza alle tradizionali Borse, da parte soprattutto delle nuove piattaforme non regolamentate. Borsa Italiana era stata acquistata quella volta per il valore di 1,3 miliardi di euro. Il blocco italiano nell'azionariato del LSE era inizialmente quello più grande, rappresentato da una quota del 28 % ottenuto

²³ Cfr. Criscione A., Partita a tre per comprare Borsa Italiana da Londra, *Il Sole 24 Ore*, (2020).

congiuntamente da Borsa Italiana, Banca Imi, Unicredit ed Emittenti titoli²⁴ .

Tuttavia, con il passare del tempo, gli azionisti italiani sono diminuiti ed il controllo è stato assunto dagli inglesi. Le banche si erano disinteressate quasi del tutto alle Borse, a causa del terremoto finanziario scatenato dal fallimento della Lehman Brothers. Sempre Capuano ha espresso una certa delusione dovuta alla disattesa delle promesse fatte dal LSE al momento dell'acquisto di Borsa Italiana. Si parla di mancato sviluppo delle attività post – trading, mancata internazionalizzazione della Borsa di Milano, oltre al mancato sviluppo e acquisto del mercato italiano dei derivati conosciuto sotto il nome di Idem. La critica inoltre si estende alla particolare operazione di fusione fatta dal LSE: con l'accorpamento di Refinitiv c'è il rischio che venga meno il tradizionale ruolo istituzionale della Borsa, quale veicolo di finanziamento degli enti che ne hanno necessità, spostando il nucleo del business sulla gestione dei dati. Per quanto concerne i possibili scenari futuri, la vendita da parte di LSE ha suscitato l'interesse di diverse piazze: Euronext, insieme a Cassa Depositi e Prestiti (Cdp), la Deutsche Börse e Six (Swiss Stock Exchange). Sono essenzialmente due gli scenari che possono venire a crearsi: il primo è quello in cui si assiste ad una sorta di “nazionalizzazione” di Borsa Italiana, mentre la seconda è quella vede una maggiore integrazione europea di Borsa Italiana. Luigi Marattin, a capo della Commissione Finanze della camera dei deputati, sostiene che

²⁴ Cfr. Oliveri A., Così Londra ha tradito Piazza Affari – Ora quotiamola, Il Sole 24 Ore, (2020).

il listino milanese debba entrare a fare parte di un network europeo, per il raggiungimento del fine di realizzare la Capital Market Union²⁵. Lo stesso Marattin sostiene inoltre la necessità di una non interferenza da parte della politica nella scelta di quello che deve essere il network a cui Borsa Italiana andrà a fare parte. Il Movimento 5 Stelle, ad esempio, è uno di quei partiti che privilegia la strada verso la “nazionalizzazione”. Quel che è certo è che la Borsa rappresenta un’infrastruttura centrale in quanto mette in contatto le imprese italiane con il mercato dei capitali, come sostiene Alessandro Rivera, a capo del dipartimento del Tesoro del Ministero dell’Economia e delle Finanze. Michele Calzolari, presidente di Assosim, società che realizza tra l’80 e il 90 % degli scambi che avvengono a Milano, ribadisce la necessità di effettuare una scelta di vendita che non deve necessariamente piacere alla politica, ma deve tenere conto dell’importante ruolo svolto da Borsa Italiana e a favore di chi lo svolge. Infatti, la Borsa tende ad assumere sempre di più il ruolo di stimolatore allo sviluppo delle piccole e medie imprese. E’ fondamentale in questo caso salvaguardare e potenziare il segmento Aim, il quale ha raggiunto dei buoni risultati nella spinta allo sviluppo delle PMI²⁶. Oltre a ciò, Borsa Italiana deve essere in grado di continuare a garantire il corretto funzionamento del comparto MTS, di vitale importanza per un Paese con un elevato rapporto debito

²⁵ Criscione A., Partita a tre per comprare Borsa Italiana da Londra, (2020).

²⁶ Cfr. Longo M., Borsa, nel vivo la corsa a tre Assosim: serve un polo per Pmi, Il Sole 24 Ore, (2020).

pubblico su Pil, come lo è l'Italia. Infine, nel momento in cui Borsa Italiana sarà venduta ad una nuova piazza, è importante che la governance, intesa come effettiva capacità dello Stato italiano di incidere sulle decisioni più rilevanti, sia in mani italiane.

Capitolo 3 Le obbligazioni delle PMI : i Minibond

3.1 Caratteristiche dei Minibond e quadro normativo

I Minibond sono un particolare strumento di finanza alternativa ideato con il fine di spingere sempre di più le piccole e medie imprese verso i mercati finanziari. Un Minibond consiste in un'obbligazione con scadenza nel medio e lungo termine, che può essere emesso dalle imprese non quotate in un mercato regolamentato, per il reperimento delle risorse necessarie a realizzare i loro progetti più promettenti¹. Inoltre, l'emissione di Minibond è anche una strategia di diversificazione delle fonti di finanziamento. Per l'impresa emittente il Minibond rappresenta un titolo di debito nei confronti di quei soggetti che, acquistandoli, hanno concesso denaro all'impresa. Pertanto i creditori avranno diritto, oltre al rimborso del capitale a scadenza, alla percezione degli interessi sotto forma di cedola periodica. Per la realizzazione di questo nuovo metodo di raccolta dei capitali è stato necessario apportare delle modifiche al quadro normativo di riferimento. In questo caso, i decreti legge che bisogna ricordare sono, per iniziare, il Decreto Sviluppo, seguito dal Decreto Sviluppo – bis, il Piano Destinazione Italia e, infine, il Decreto Competitività. Il Decreto Sviluppo, emanato in data 22 giugno 2012 e convertito in legge il 7 agosto 2012, all'articolo 32 tratta gli strumenti per il finanziamento delle

¹ Cfr. Borsa Italiana, Minibond cosa sono e come sono disciplinati, (2017).

imprese. Anche se nell'articolo vengono citate prevalentemente le cambiali finanziarie, le stesse disposizioni sono applicabili in buona sostanza anche alle obbligazioni, e dunque, anche ai Minibond. Vengono elencati i requisiti richiesti alle società non emittenti strumenti che rappresentano quote del capitale sociale negoziati nei mercati regolamentati oppure in un sistema multilaterale di negoziazione. Parte dei requisiti sopracitati sono contenuti anche nel regolamento del mercato destinato alla quotazione dei Minibond e che prende il nome di ExtraMOT Pro, avviato nel febbraio del 2013. Infatti, ai fini dell'ammissione di questi strumenti al listino, è obbligatorio sottoporre alla revisione il bilancio d'esercizio da parte di revisori estranei alla compagine societaria, unitamente al fatto che il fatturato deve superare la soglia dei 2 milioni di euro annuali e l'organico dell'impresa deve essere composto da un minimo di 10 dipendenti². Inoltre, sempre in linea con il dettato dell'articolo 32 del Decreto Sviluppo, un'altra caratteristica dei Minibond è dovuta al fatto che i potenziali sottoscrittori sono gli investitori professionali e istituzionali e, più precisamente le banche, le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio, le società di gestione armonizzate, le Sicav, qualunque intermediario finanziario citato dall'art. 107 del Testo Unico Bancario e infine, le società, che pur avendo sede legale in uno Stato extracomunitario, hanno l'autorizzazione ad esercitare sul territorio della

² Borsa Italiana, Minibond cosa sono e come sono disciplinati, (2017).

Repubblica Italiana i servizi di investimento. Il medesimo decreto riconosce, infine, la possibilità di prevedere delle particolari clausole di partecipazione agli utili realizzati dalla società emittente. Il Decreto Sviluppo – bis aggiunge poco a quanto già previsto dal precedente articolo. Il Piano Destinazione Italia, emanato nel 2013, sancisce i soggetti ai quali è possibile fare ricorso a queste particolari forme di finanziamento. In particolare, le imprese a cui viene fatto riferimento sono quelle italiane non quotate in Borsa, ad eccezione delle banche e delle microimprese³. Quest'ultime sono quelle imprese il cui organico è costituito da meno di 10 dipendenti e con un fatturato annuale non superiore ai 2 milioni di euro. Per ultimo, il Decreto Competitività del 2014 stabilisce la non applicazione della ritenuta del 20 % agli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio, ma in tal caso il patrimonio deve essere impiegato per una percentuale superiore al 50 % in tali titoli e le relative quote sono detenute da investitori qualificati. Lo stesso discorso vale anche nel caso gli interessi e i proventi vengano corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti ed emittenti di titoli detenuti da investitori qualificati, il cui patrimonio deve risultare in misura superiore al 50 % impiegato nelle obbligazioni, in titoli similari o in cambiali finanziarie⁴. Come avremo modo di constatare nei paragrafi successivi, tutte queste innovazioni introdotte attraverso vari decreti legge a partire

³ Cfr. Gazzetta Ufficiale, Decreto – legge 23 dicembre 2013, n. 145, (2013).

⁴ Cfr. Gazzetta Ufficiale, Decreto – legge 24 giugno 2014, n. 91, (2014).

dal 2012 in poi, hanno riscontrato un crescente successo, il quale è destinato a consolidarsi e affermarsi ulteriormente nel corso del tempo, come si è potuto vedere in modo particolarmente marcato nel 2020, con la recessione innescata dal Covid-19.

3.2 Processo di emissione e quotazione dei Minibond

La fase di emissione dei Minibond richiede alla società il rispetto di una serie di adempimenti di carattere normativo. Prima di tutto, occorre verificare che lo Statuto dell'impresa in questione non contenga clausole che limitano o impediscono l'emissione di tali strumenti finanziari. Se tali clausole sono presenti nello Statuto bisogna apportare delle modifiche allo stesso. Lo Statuto deve indicare anche quale organo ha la facoltà di deliberare l'emissione e le maggioranze richieste per l'approvazione della stessa. Quanto appena detto è valido nel caso in cui la società abbia una forma giuridica diversa dalla S.p.a., perché altrimenti la possibilità di emettere obbligazioni non deve necessariamente essere contemplata nello Statuto. Successivamente, l'organo preposto procede a deliberare in merito all'emissione dei Minibond e alla possibilità (quest'ultima è facoltativa) di quotare gli stessi in Borsa, più precisamente nel mercato denominato ExtraMOT Pro. La delibera deve risultare da una serie di atti. In particolare, se la società emittente è una S.p.a., la delibera deve risultare da un verbale redatto dal notaio, e successivamente

depositata ed iscritta presso il registro delle imprese competente. Quest'ultimo adempimento è a carico degli amministratori, nel caso in cui la società in questione è una S.r.l. . Dopodiché, occorrerà tenere un apposito “Libro delle Obbligazioni” o “Registro dell’Emittente”, denominazione che varia sempre a seconda che la società in esame ha la forma di S.p.a. ovvero di S.r.l., e tale documento contiene delle specifiche informazioni riguardo all’emissione, cioè l’ammontare di Minibond emessi e la parte che risulta estinta, e i nominativi dei soggetti che li hanno sottoscritti. Altro documento che contiene informazioni più dettagliate su tale emissione è chiamato “Regolamento del prestito”. Il pagamento periodico degli interessi a favore dei sottoscrittori, così come la restituzione del capitale a scadenza, sono a carico della banca dell’impresa emittente. Inoltre, sono previsti una serie di documenti a tutela del creditore. Abbiamo il cosiddetto “contratto di sottoscrizione”, dal quale risultano, oltre ai vari termini della sottoscrizione stessa, una serie di garanzie a favore del creditore. Il detentore del titolo, inoltre, ha diritto a ricevere dall’impresa emittente tutta una serie di certificati: il primo, detto “certificato di solvenza”, viene redatto dal legale della società e serve ad attestare la capacità dell’azienda di far fronte ai pagamenti connessi alle obbligazioni contratte. Altri due certificati, il “certificato di vigenza” e il “certificato fallimentare”, rilasciati rispettivamente dalla Camera di Commercio competente e dalla competente sezione del tribunale fallimentare, hanno come finalità quella di attestare l’assenza di qualunque genere di procedura di insolvenza avviata nei

confronti della medesima società⁵. A questo punto, nel caso in cui si sia optato per la quotazione in ExtraMOT Pro, la società deve provvedere, ancora prima dell'ammissione alla quotazione, ad aprire un "conto emittente" presso la Monte Titoli S.p.a., congiuntamente alla richiesta per l'ammissione alla gestione accentrata da parte di quest'ultima società. Per fare accedere i Minibond all'ExtraMOT Pro bisogna rispettare una serie di condizioni. Alla società viene richiesta la redazione del documento di ammissione, contenente le informazioni che vengono stabilite dal Regolamento ExtraMOT. Il documento viene esaminato in seguito da Borsa Italiana, per verificare la completezza dell'informazione in esso contenuta. Se il documento è completo, Borsa Italiana formula un avviso di ammissione alla quotazione. Il documento deve essere pubblicato almeno 3 giorni prima rispetto alla data prevista per l'ammissione dei Minibond nel segmento ExtraMOT Pro. La società procede anche con la richiesta di assegnazione del codice Isin direttamente alla Banca d'Italia. Tale codice serve per l'identificazione dei titoli emessi dalla società e quotati sul mercato mobiliare. Dal momento che una società diventa quotata, è richiesto come adempimento la redazione e pubblicazione dei bilanci d'esercizio riferiti agli ultimi due esercizi annuali conclusi. Quindi entra in gioco il revisore, figura professionale che supporta l'azienda in questa particolare fase, il quale ha il compito di verificare la regolarità delle informazioni contenute

⁵ Cfr. Orrick, Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO, 1 – 3.

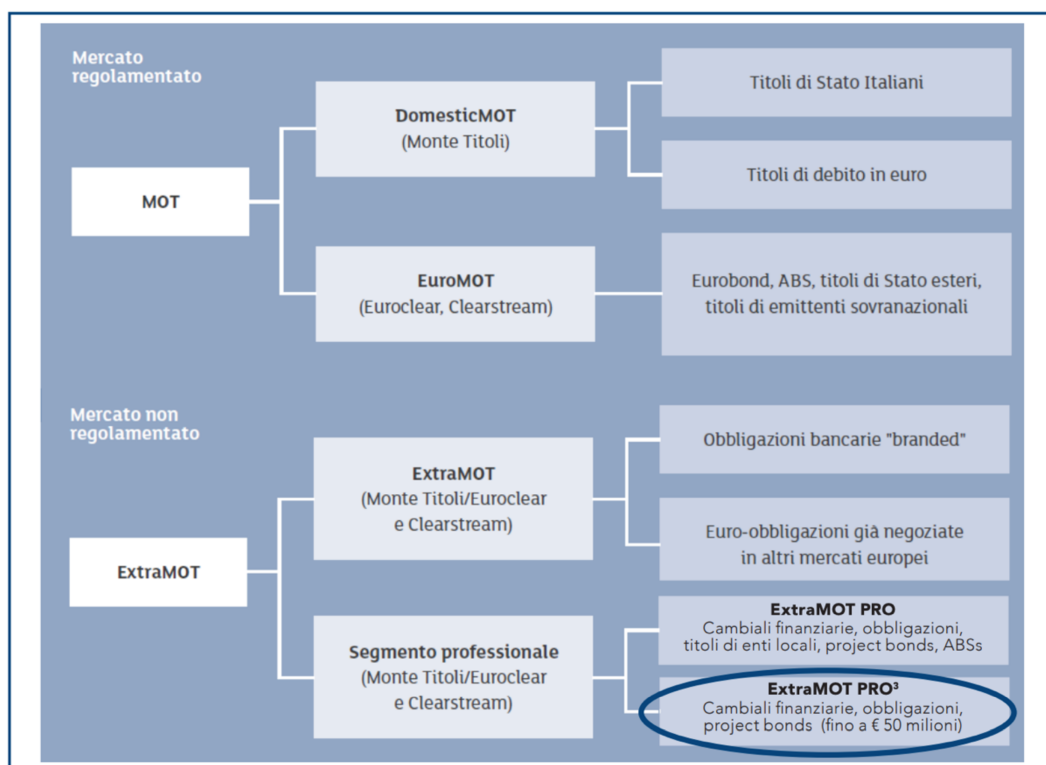
nel bilancio inerente l'ultimo esercizio concluso. Nel caso la società abbia ricevuto un giudizio sul merito creditizio da parte di un'agenzia di rating, anche questo deve essere reso pubblico. La domanda di ammissione dei Minibond alla quotazione deve essere redatta nel rispetto delle indicazioni fornite da Borsa Italiana. La domanda contiene informazioni sui Minibond, sulla società emittente, focalizzando maggiormente l'attenzione su dati quali il fatturato e la composizione del management, le varie parti coinvolte nell'operazione, eccetera. Prima di avvalersi della possibilità di compiere un'emissione di Minibond, la società deve quantificare la mole di risorse finanziarie di cui ha bisogno, in relazione alle diverse finalità prefissate. Quindi tutto quello che l'impresa dovrà fare prima di effettuare un'emissione, sarà la definizione di un Business Plan, unitamente alla formulazione di una o più strategie e piani futuri, che permettano alla società di tenere fede alla promessa di corresponsione delle cedole periodiche e di rimborso del capitale a scadenza, grazie ai consistenti flussi di cassa generati dalla gestione societaria. La corretta determinazione di strategie, obiettivi e risorse necessarie viene effettuata dall'impresa assieme ad una serie di professionisti di vario tipo, in particolare i consulenti legali e quelli finanziari. Per la fase di "dematerializzazione dei titoli", l'impresa può provvedervi autonomamente o con il l'aiuto dei servicer esterni, mentre i pagamenti a favore dei creditori vengono effettuati dalla banca, previo accordo con l'impresa emittente. La consistenza delle cedole da pagare dipende, ovviamente, dalle condizioni di rischio dell'investimento, quindi dallo stato di

salute dell'impresa, deducibile dalla sua struttura finanziaria, e dai costi vari legati alle operazioni da compiere. Per cui, l'importo da pagare viene deciso dall'azienda, congiuntamente con i potenziali investitori, oltre che la prestazione di eventuali ed ulteriori garanzie. L'ammissione avviene effettivamente entro massimo 7 giorni a partire dalla data in cui è pervenuta la richiesta di ammissione alla quotazione. Le negoziazioni dei Minibond hanno inizio a partire dal secondo giorno di mercato aperto, con decorrenza dalla data di pubblicazione dell'avviso. Una volta che la società è stata ufficialmente ammessa al listino continua ad essere tenuta al rispetto di una serie di adempimenti. In particolare, occorre che il bilancio annuale venga regolarmente sottoposto al controllo di una società di revisione legale. La revisione deve avvenire entro i 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio cui il bilancio si riferisce.⁶ La società è tenuta alla comunicazione tempestiva in caso di improvviso mutamento nelle condizioni dell'emissione, del rating attribuito alla società, delle informazioni tecniche quali ad esempio il tasso di interesse applicato o il piano di rimborso del prestito e, infine, di ogni notizia inerente alla società e che è potenzialmente in grado di incidere sul prezzo dei Minibond.

⁶ Orrick, Adempimenti relativi all'emissione di Minibond, 6.

3.3 Il segmento ExtraMOT Pro3

3.1 Il posizionamento di ExtraMOT Pro3 rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana



Fonte: Politecnico Milano, 2020, "6° Report italiano sui Minibond", p. 19

Borsa Italiana ha introdotto nel settembre del 2019 un nuovo segmento, nell'ambito del mercato conosciuto col nome di ExtraMOT, chiamato ExtraMOT Pro3, il quale è stato realizzato con il fine di fornire una nuova modalità di finanziamento alle piccole e medie imprese, che si aggiunge alla fila degli strumenti di finanza

alternativa al canale bancario. Le imprese che vi partecipano non sono quotate in mercati regolamentati, e in questo modo hanno la possibilità di raccogliere risorse finanziarie attraverso le emissioni obbligazionarie. Esistono una serie di condizioni da rispettare per poter essere ammessi in tale mercato: le emissioni devono avere un valore nominale inferiore ai 50 milioni di euro, ed occorre la sussistenza, nelle imprese interessate, dei requisiti previsti dall'ordinamento giuridico per poter essere considerate di dimensione piccola o media. E' importante garantire la libera trasferibilità e liquidabilità delle tipologie di strumenti finanziari ammessi a quotazione su Monte Titoli, Clearstream Luxembourg oppure su Euroclear⁷. Altra peculiarità di questo mercato attiene alla categoria di investitori presenti internamente. Infatti, in ExtraMOT Pro3 è possibile accedere solo se si è investitori professionali, come ad esempio i gestori del risparmio collettivo ed i fondi pensione. All'interno del mercato si trovano le quotazioni di diverse tipologie di strumenti finanziari. L'articolo 220 del Regolamento ExtraMOT Pro3 consente l'ingresso nel suo listino alle obbligazioni e altri titoli di debito, tra cui le cambiali finanziarie, e le obbligazioni che conferiscono al possessore il diritto di partecipare agli utili societari. Sono ammissibili anche i cosiddetti Project bonds e Infrastructure bonds, oltre che altre tipologie come i Green bonds e i Social bonds, ma in questi ultimi due casi l'impresa emittente deve provare la natura ambientale

⁷ Cfr. Borsa Italiana, I requisiti di quotazione, (2019).

e sociale dei progetti da finanziare. Sono ammesse anche le obbligazioni convertibili in azioni, ma a condizione che queste ultime siano quotate in un mercato regolamentato, oltre a tutti quegli strumenti che sono il frutto delle operazioni di cartolarizzazione⁸. Gli strumenti di cui si è appena fatto cenno vengono ammessi alle negoziazioni solo con il consenso di Borsa Italiana, la quale verifica il rispetto delle condizioni previste dal regolamento. Prima di tutto, tali strumenti per essere accettati devono essere emessi da una delle seguenti tipologie di società, le quali sono autorizzate a fare richiesta a Borsa Italiana: società di capitali, in particolare quelle che assumono la forma giuridica di S.p.a. o S.r.l., le società cooperative, quelle di assicurazione, gli enti pubblici e le società controllate da questi ultimi. Anche in questo caso, tali società controllate devono osservare una serie di requisiti per poter essere ammesse al listino, ovvero devono essere di piccole o medie dimensioni, non devono essere quotate in un mercato regolamentato e il valore di emissione totale non può superare i 50 milioni di euro⁹. La società che vuole iniziare il suo percorso di quotazione all'interno del listino dovrà provvedere ad inviare tutta la documentazione richiesta a Borsa Italiana. I modelli richiesti per formulare la domanda sono disponibili sul sito web della stessa. Borsa Italiana provvede a controllare la completezza delle informazioni contenute nella modulistica ricevuta ed entro 7 giorni di mercato aperto, decorrenti dalla data di

⁸ Cfr. Borsa Italiana, Regolamento del segmento ExtraMOT Pro3, 5 – 6 (2019).

⁹ Borsa Italiana, Regolamento del segmento ExtraMOT Pro3, 6 (2019).

ricezione della domanda, esprime alla società interessata il rigetto oppure l'accoglimento della domanda. In questo secondo caso dovrà essere notificata la data di inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari emessi dall'impresa in questione. L'emittente è tenuto al rispetto di una serie di obblighi informativi, a partire dal periodo successivo all'ammissione alla quotazione. Nello specifico, è richiesta la pubblicazione del bilancio sottoposto all'accertamento da parte di una società di revisione legale, nel limite di 6 mesi dalla conclusione dell'esercizio cui il bilancio si riferisce¹⁰. Inoltre, la società deve rendere pubblico il giudizio sul merito creditizio ottenuto da un'agenzia di rating e comunicare tempestivamente qualunque modifica di tale giudizio. Infine, la società emittente deve rendere nota la lingua utilizzata per le comunicazioni rivolte al pubblico degli investitori, e in caso successivamente voglia modificare la lingua di riferimento, sarà necessario il consenso dei soggetti che detengono gli strumenti finanziari dell'impresa. Altre comunicazioni possibili si hanno nel momento in cui si ha una modifica delle condizioni contrattuali inerenti l'emissione degli strumenti finanziari, soprattutto inerenti a possibili mutamenti nei diritti spettanti ai detentori degli strumenti medesimi e altre peculiarità tecniche del prestito, quali le date di scadenza per il pagamento delle cedole. Per quanto concerne l'effettivo esercizio delle negoziazioni, queste vengono effettuate a livello pratico dagli operatori, una

¹⁰ Borsa Italiana, Regolamento del segmento ExtraMOT Pro3, 12 (2019).

categoria eterogenea di soggetti, la quale è abilitata da Borsa Italiana allo svolgimento di tali funzioni. Sono operatori tutti quei soggetti che vengono indicati dal T.U.F., dal T.U.B. e da altre fonti normative di vario genere, per compiere negoziazioni per conto proprio e/o per eseguire le richieste dei clienti che ad essi si rivolgono. Sono operatori anche le banche e le imprese di investimento abilitate a svolgere operazioni di negoziazione in mercati regolamentati da parte delle normative di uno Stato membro dell'Unione Europea. Inoltre, possono prestare questo genere di servizi anche le imprese di Stati Extracomunitari, le quali devono risultare in una lista tenuta dall'ESMA, oltre che le società di assicurazione, le società di gestione collettiva del risparmio e dei fondi pensione, anche nel caso in cui appartengono a Stati non facenti parte dell'Unione Europea, ma nei quali Borsa Italiana può comunque operare¹¹. Anche gli operatori, in relazione alla rilevanza dei compiti da essi svolti, sono sottoposti ad un rigido controllo da parte di Borsa Italiana, sia in termini di sussistenza dei requisiti per la permanenza all'interno del mercato, sia in termini di rispetto di una lunga serie di norme dettate dal Regolamento ExtraMOT Pro3.

¹¹ Borsa Italiana, Regolamento del segmento ExtraMOT Pro3, 14 (2019).

3.4 Attori del processo di quotazione

Così come già detto riguardo all'Aim Italia, anche nel caso in cui una certa impresa decida di usufruire della possibilità di emettere delle obbligazioni di piccola taglia, è necessaria la presenza di determinati soggetti esterni capaci di guidare la società emittente, che essendo di dimensioni limitate e poco strutturata, non dispone praticamente mai di figure dotate delle competenze necessarie per costruire un Minibond e strutturare un'offerta allettante agli occhi dei potenziali investitori. In questo caso la figura fondamentale per la riuscita dell'operazione è il Listing Sponsor. Si tratta di un soggetto che riceve tale qualifica da parte di Borsa Italiana solo se in possesso di determinati requisiti. In particolare, deve essere un soggetto che ha eseguito operazioni in materia di Debt Capital Markets e/o Corporate Finance e avere maturato una certa professionalità e reputazione nella fornitura di consulenze professionali inerenti gli ambiti sopracitati. Tale attività deve essere stata svolta per un arco di tempo non inferiore ai 5 anni¹². Il Listing Sponsor provvede a fornire tutte le informazioni richieste da Borsa Italiana, al fine di essere iscritto in uno specifico registro e potere così svolgere la sua attività. Per poter continuare ad esercitare le sue funzioni è tenuto al versamento di un determinato corrispettivo con cadenza annuale. In caso prenda la decisione di cessare la propria attività, il Listing Sponsor deve comunicarlo a Borsa Italiana con un anticipo di

¹² Borsa Italiana, Regolamento del segmento ExtraMOT Pro3, 11 (2019).

almeno 5 giorni dall'efficacia della cessazione. La società che vuole effettuare una emissione di Minibond, può avvalersi del Listing Sponsor in fase di ammissione alla quotazione, per il supporto durante la compilazione e il successivo trasferimento dei documenti a Borsa Italiana. Il Listing Sponsor è deputato anche alla costante verifica nell'adempimento degli obblighi richiesti dal momento post – quotazione. Le altre figure che assistono la società in questa fase particolare sono i consulenti finanziari, detti Advisor, che spesso coincidono con gli Arranger, ovvero soggetti che hanno il compito di determinare la struttura del collocamento dei Minibond nei confronti dei potenziali investitori istituzionali¹³. Infine sono presenti anche in questo caso, come per l'Aim Italia, i consulenti legali che sono chiamati a risolvere le eventuali controversie di natura giuridica durante la fase di quotazione, e l'agenzia di rating, anche se nel caso dei Minibond la sua presenza non è inderogabile.

3.5 Statistiche sul fenomeno dei Minibond

Risultano dati interessanti sul fenomeno relativo al ricorso dei Minibond, il quale è andato crescendo in questi ultimi anni, rendendo questa particolare categoria di strumenti finanziari di piccola taglia, una valida alternativa ai prestiti bancari. Per l'anno 2019 i dati parlano chiaro: le ricerche contenute nel 6° Report italiano sui

¹³ Borsa Italiana, Regolamento del segmento ExtraMOT Pro3, 11 – 12 (2019).

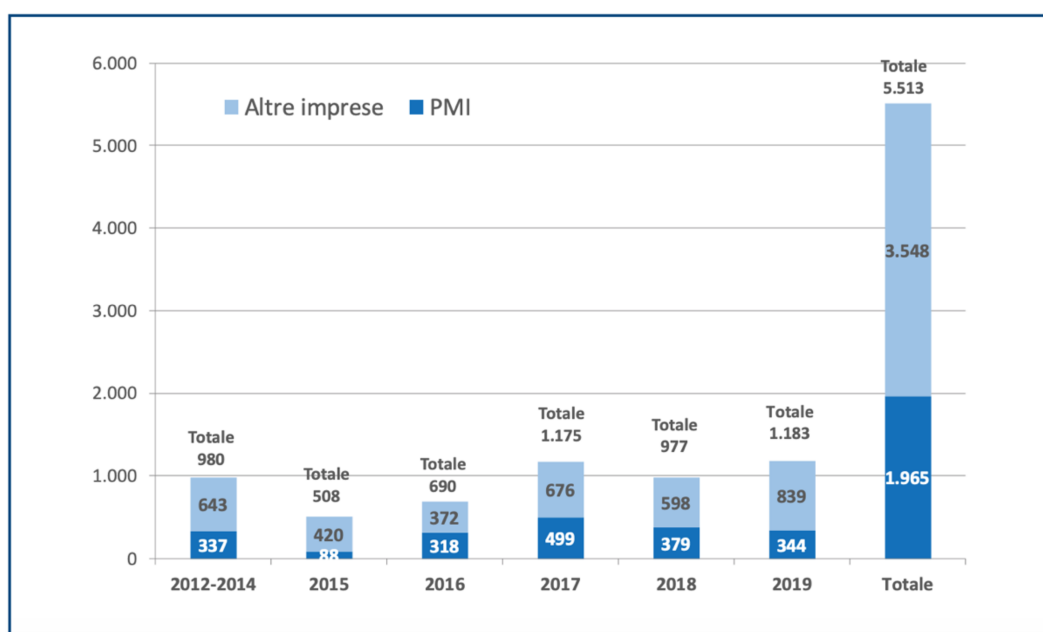
Minibond, stilato dall'Osservatorio Minibond della School of Management del Politecnico di Milano, realizzate su un campione di 536 PMI italiane che hanno emesso Minibond, in un arco di tempo che va da novembre 2012 a dicembre 2019, hanno riscontrato un generale miglioramento negli indicatori di questo fenomeno. Per realizzare la presente ricerca, sono stati adottati una serie di criteri, tra cui quello di considerare esclusivamente le obbligazioni con un valore di emissione inferiore ai 50 milioni di euro e le imprese non finanziarie, cioè tutte quelle che realizzano una produzione di beni e servizi per l'economia reale. Prima di parlare del fenomeno in esame, occorre fare una breve presentazione dello scenario macroeconomico di riferimento. Nel 2019 si è assistito ad una debole crescita dell'economia italiana, la più bassa all'interno dell'Unione Europea. La produzione industriale ha subito un calo dell'1,3 %, la prima a partire dal 2014. Rispetto al 2018, i fatturati aziendali nel settore industriale sono cresciuti del 5,4 %, superiore alla media del 4,1 %, la quale è comunque inferiore rispetto a quella registrata nel 2017. Le imprese di piccole e medie dimensioni hanno sperimentato una crescita dei fatturati di poco superiore a quella delle grandi imprese: 4,1 contro 3,8. Per quel che riguarda in particolare le PMI, il 2018 ha confermato il trend positivo di crescita degli investimenti produttivi. Tuttavia, nel medesimo anno il valore aggiunto è aumentato in misura inferiore a quella del costo del lavoro (4,1 contro 5,6), provocando inevitabilmente l'erosione dei margini. Questo ha comportato un calo della redditività generata da questa categoria di imprese, il che si traduce in una

minore quantità di risorse impiegabili a titolo di autofinanziamento. Il 2018 ha visto anche crescere il numero di PMI che hanno registrato una perdita d'esercizio: la percentuale è arrivata al 22,9 %, più alta rispetto a quella di altre imprese più grandi. Nonostante il trend negativo sopra menzionato, e nonostante il debito finanziario complessivo sia cresciuto del 2,2 %, nello stesso anno le PMI italiane sono state in grado di limitare l'incidenza dei debiti finanziari sul patrimonio netto (il peso dei primi sul secondo è sceso dal 66,4 % al 63,2 %) ¹⁴ . Ciò è stato possibile attraverso il reinvestimento degli utili e ad un maggiore grado di patrimonializzazione. Anche il peso degli oneri sui debiti è lievemente sceso dal 2017 al 2018, soprattutto per le imprese più piccole. Nonostante questo, gli studi effettuati dalla Banca d'Italia hanno messo in risalto la contrazione dei prestiti bancari avvenuta nel 2019, specie per le imprese non finanziarie. Questo ha fatto sì che le emissioni obbligazionarie subissero un generale aumento: tutte le imprese non finanziarie hanno emesso obbligazioni per complessivi 29 miliardi di euro. Se l'attenzione viene concentrata sulle sole PMI, il valore totale è di 2 miliardi di euro raccolti in 7 anni. Tale cifra scende a 1,72 miliardi, se vengono considerati anche i rimborsi. Durante l'anno 2019, il risultato è stato un incremento del 24,7 % delle emissioni avvenute a partire dall'anno precedente che, quindi, sono passate da 166 a 207. Continua lo studio, evidenziando come su un totale di 183 società emittenti, ben 129 hanno effettuato

¹⁴ Cfr. Politecnico Milano, 6° Report italiano sui Minibond, 12 – 14 (2020).

emissioni per la prima volta. Le cifre cumulate, calcolate sommando i valori ottenuti anno per anno, a partire dal 2012 e fino ad arrivare al 2019, sono importanti per comprendere il trend di questo strumento finanziario. In questo caso si sta facendo riferimento al valore nominale complessivo delle emissioni di Minibond a partire dalla loro introduzione nel nostro ordinamento da parte del Decreto Sviluppo: si tratta di ben 5,5 miliardi di euro. L'aumento è stato consistente nel 2019, in quanto è quantificato in 1,183 miliardi di euro, un incremento lievemente superiore rispetto al precedente record che era stato registrato nel 2017 (1,175 miliardi di euro), ma comunque consistente se paragonato a quello avvenuto nel 2018, che era stato quantificato in 977 milioni di euro, e dunque una crescita pari al 21 %. I numeri si riducono se vengono considerate esclusivamente le piccole e medie imprese, ma sono sempre importanti. In quest'ultimo caso, il valore nominale totale delle emissioni di Minibond ammonta a 1,965 miliardi di euro, cifra che comunque ha un peso di non poco conto se è rapportato ai 5,5 miliardi che fanno riferimento alle imprese senza tenere conto della loro dimensione. Nel solo 2019, le piccole e medie imprese hanno contribuito con le loro emissioni per 344 milioni di euro, un numero in declino rispetto sia al 2018 sia al 2017. Quest'ultimo anno è stato quello in cui è avvenuta la maggiore emissione da sempre di Minibond da parte delle PMI.

3.2 Flusso temporale del controvalore di emissioni di minibond fino al 31 dicembre 2019

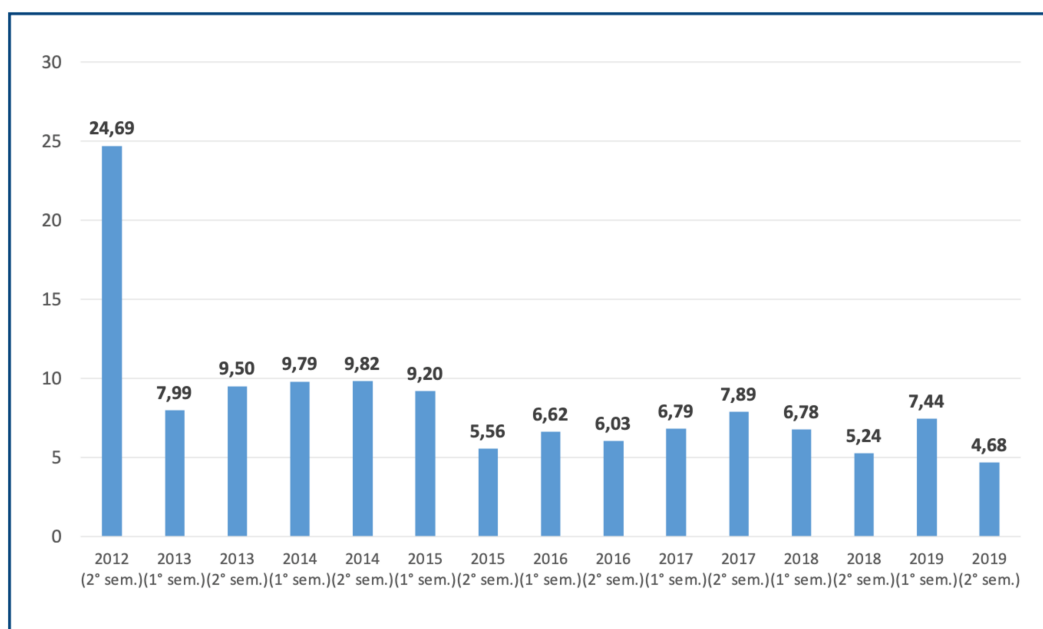


Fonte: Politecnico Milano, 2020, “6° Report italiano sui Minibond”, p. 42

La ricerca ha evidenziato altri aspetti interessanti sul fenomeno dei Minibond, cioè la categoria di imprese che vi fa maggiore ricorso ed il valore medio delle emissioni: in quest’ultimo caso i valori sono calcolati come media del valore nominale totale registrato nei due semestri dell’anno. Su un campione di 801 emissioni del valore nominale inferiore ai 50 milioni di euro, ben 451 appartengono alle PMI (il 56,3 % del totale), mentre le grandi imprese che hanno ricorso ai Minibond sono 350. Nel 2019 le PMI hanno rappresentato il 57,5 % delle emissioni totali. In termini di valore medio delle emissioni operate dalle PMI, il dato si aggira sui 4,36 milioni di

euro, contro i 10,13 milioni delle imprese di grandi dimensioni. Se vengono prese in considerazione tutte le 801 emissioni, il valore medio del singolo collocamento è pari a 6,88 milioni di euro.

3.3 Valore nominale medio delle emissioni di minibond in ogni semestre (dati in € milioni)



Fonte: Politecnico Milano, 2020, “6° Report italiano sui Minibond”, p. 42

Dati interessanti risultano dalla ricerca relativamente alla tipologia di società che hanno fatto maggiore ricorso ai Minibond. Nel corso del 2019 sono state 183 le imprese che hanno effettuato questo genere di emissioni, ed alcune di queste hanno fatto più collocamenti nel corso dello stesso anno. Il ricorso a questa modalità di

finanziamento ha riguardato quasi esclusivamente le società strutturate in forma di SPA (69,4 %), seguite dalle SRL (28,4 %), e per una quota marginale dalle cooperative (2,2 %). Le imprese, inoltre, erano per quasi la metà (44,3 %) operanti nel settore manifatturiero, e il 29,5 % del campione aveva un fatturato inferiore ai 10 milioni di euro (prima del collocamento)¹⁵. Altra peculiarità da mettere in evidenza è relativa alla quotazione su un mercato borsistico degli 801 Minibond collocati in 7 anni di rilevazioni. Emerge che 427 di questi titoli non sono stati quotati (53 % del totale), altri 302 appartengono ad uno dei listini di Borsa Italiana, che sia l'ExtraMOT Pro oppure l'ExtraMOT Pro3, mentre i restanti 72 titoli sono stati quotati sui listini stranieri. Considerando solamente i casi avvenuti nel 2019, i titoli non quotati diventano 140 (68 % del totale), 48 sono quotati in uno dei mercati specializzati di Borsa Italiana (il 23 %), ed i restanti 19 (9 %) sono stati quotati all'estero. Quello che salta all'occhio è che la maggioranza di questi strumenti finanziari non viene quotata, e le ragioni potrebbero essere riconducibili alla cosiddetta regolamentazione MAR (Market Abuse Regulation), norma di diritto europeo in vigore dal 2016, la quale prescrive alle imprese che usufruiscono dei Minibond, l'adempimento di tutta una serie di obblighi e adempimenti prima di effettuare una eventuale emissione, anche nel caso in cui l'impresa sceglie un mercato non regolamentato. Tuttavia, l'inaugurazione di ExtraMOT Pro3 potrebbe

¹⁵ Politecnico Milano, 6° Report italiano sui Minibond, 7 (2020).

costituire un nuovo stimolo alla quotazione. Sono interessanti anche le ragioni che hanno spinto le aziende a ricorrere ai Minibond: risulta esserci una netta prevalenza del finanziamento mirato allo sviluppo interno dell'azienda (62,1 %) e per la ristrutturazione delle passività finanziarie (12,7 %), il che conferma il ruolo dei Minibond quale strumento di finanziamento che si sostituisce ai prestiti bancari, che tra l'altro sono in continua contrazione, specie per le imprese piccole e medie¹⁶. Anche il 2020 è stato un anno importante per quanto riguarda gli strumenti di finanza alternativa. La diffusione del Covid-19 e il conseguente lockdown hanno causato una grossa crisi di liquidità alle imprese e le banche non sono state in grado di garantire un sostegno finanziario adeguato alle loro necessità, specie alle imprese più piccole, determinando la peggiore crisi economica della storia. Il Minibond è una soluzione rapida, che permette di ottenere le risorse necessarie nell'arco di due o tre settimane. Sempre l'Osservatorio del Politecnico di Milano evidenzia come nei primi sei mesi del 2020 le emissioni siano state 86, molte di più di quelle avvenute nello stesso periodo del 2019 (50), il che significa un aumento del 72 %. Ancora più imponente è la consistenza del flusso di capitali: 270,55 milioni di euro, rispetto ai 220,8 dell'anno precedente, il che significa un balzo del 22 %.

¹⁶ Politecnico Milano, 6° Report italiano sui Minibond, 33 (2020).

3.6 Scadenze e rendimenti dei Minibond

Avendo il testo parlato nei paragrafi precedenti di Minibond, soffermandosi sui vari aspetti di questo particolare strumento finanziario, rimangono da esaminare due sfaccettature dello stesso: la scadenza e il rendimento dovuto ai creditori. Per quanto riguarda la scadenza, si è già accennato alla circostanza secondo la quale il Minibond altro non è che un'obbligazione con scadenza a medio/lungo termine. Stando ai risultati del report sui Minibond stilato dalla School of Management del Politecnico di Milano, in un campione composto da 801 Minibond con valore di emissione inferiore a 50 milioni di euro, i dati appaiono molto dispersi tra di loro. Infatti è stato notato che 117 titoli del campione avevano una scadenza addirittura inferiore ai 12 mesi, mentre un rilevante 25 % degli stessi (cioè 199) scadono tra i 5 e i 6 anni. Inoltre, altri 185 Minibond del campione hanno una scadenza che supera i 7 anni. Volendo calcolare la durata in media di tutti i Minibond analizzati, la scadenza è di 5,2 anni¹⁷, quindi classificabile come lungo termine, coerentemente con la definizione stessa di Minibond. Questo dato porta alla conclusione che il Minibond è uno strumento finanziario generalmente illiquido, quindi adatto agli investitori pazienti, che non si aspettano il conseguimento di un ritorno in tempi brevi. I dati mostrano una certa differenza nelle scadenze di questi strumenti a seconda che siano stati emessi da una PMI o grande impresa: per le prime la media

¹⁷ Politecnico Milano, 6° Report italiano sui Minibond, 44 (2020).

è di 4,9 anni, mentre per la grande imprese è di 5,6. Le scadenze rimangono comunque lunghe in entrambi i casi. Una possibile spiegazione dell'assenza di Minibond con scadenza entro l'anno delle grandi aziende può essere dovuta alla loro struttura finanziaria molto più solida ed equilibrata rispetto a quella delle PMI, e questo permette loro di accedere ai prestiti bancari a condizioni molto più favorevoli. Il ricorso ai Minibond per finanziare progetti a lunga scadenza può essere dovuta alle migliori condizioni cui devono sottostare nel caso di emissione di questa tipologia di strumenti finanziari rispetto a quelle potenzialmente dettabili dagli istituti di credito per garantire il rimborso dei prestiti di lungo termine. Per quanto concerne l'aspetto legato al rimborso di capitale, questo può avvenire con due modalità differenti: bullet oppure amortizing. La modalità bullet consiste nella restituzione dell'intero capitale alla scadenza del titolo, mentre la modalità amortizing prevede che il capitale venga rimborsato progressivamente nel corso del tempo¹⁸. La ricerca evidenzia la prevalenza dell'amortizing quale modalità di rimborso scelta nel caso dei Minibond, sia dalle PMI (55,2 %), sia dalle grandi imprese (60,9 %), e questo risultato non dovrebbe stupire nessuno, dato che distribuendo i pagamenti nel maggior numero possibile di esercizi, si riducono i flussi di cassa gestionali da destinare al servizio del debito e quindi si abbatte il rischio di insolvenza del debitore. Spostando l'attenzione sulla remunerazione

¹⁸ Politecnico Milano, 6° Report italiano sui Minibond, 46 (2020).

offerta dai Minibond, occorre dire anzitutto che essa consiste nel versamento di una cedola a scadenze prefissate durante l'intero periodo di vita del debito, e che può essere di importo fisso oppure variabile. In questo secondo caso, l'importo dipenderà dal parametro prescelto per l'indicizzazione. Dal campione emerge che nella maggior parte dei casi le cedole sono di importo fisso, e solo il 16 % dei Minibond totali (quindi 128) paga una cedola variabile. L'ammontare medio del tasso di interesse dei titoli con cedola fissa è del 4,89 %. I rendimenti richiesti sui diversi titoli sono variabili e sono influenzati da una serie di fattori, quali la durata del prestito obbligazionario, il grado di rischio di insolvenza attribuito ad un certo emittente, e il prezzo di emissione del titolo.

Conclusioni

Come si è già avuto modo di intuire dal titolo di questa tesi e dalla sua introduzione, il presente lavoro ha cercato di rendere il più chiaro possibile il fenomeno della finanza alternativa e di due particolari strumenti riconducibili al suo interno: il segmento Aim Italia di Borsa Italiana e i Minibond. Il primo capitolo ha introdotto il concetto di finanza alternativa e l'ambiente in cui ha trovato le condizioni più favorevoli per emergere nel corso del tempo. E' stato messo in risalto il peso delle imprese piccole e medie sul numero complessivo delle società attive nel nostro Paese: ben il 99 % del totale. Anche in termini di forza lavoro impiegata si è avuto modo di comprendere la rilevanza di tale classi di imprese per la nostra economia: le PMI occupano il 52 % della forza lavoro complessiva. Dopo aver sottolineato questi dati importanti, il lavoro ha messo in evidenza la forte dipendenza di queste categorie di imprese ai finanziamenti da parte delle banche: Crif ha stimato che l'85 % dei debiti totali contratti dalle imprese sia rappresentato da prestiti bancari. Una serie di motivi hanno determinato nel corso degli anni un drastico decremento di credito concesso alle PMI, ed è qui che gli strumenti di finanza alternativa trovano le condizioni ideali per nascere e svilupparsi. Il secondo capitolo prende in esame il segmento Aim Italia, il quale ha riportato negli anni dati positivi e in crescita, in particolare nel 2020, anno di diffusione del Covid – 19. Il capitolo parte con la spiegazione del concetto di credit crunch e, quindi, dell'inserimento del mercato

borsistico nella lista dei canali a disposizione delle imprese, anche di piccole dimensioni, per il reperimento delle risorse finanziarie di cui hanno necessità. Dunque, si parla del processo che porta un'impresa non quotata ad essere ammessa nel listino Aim Italia, il quale è stato progettato in modo tale da permettere alle PMI un più agile e meno oneroso ingresso in Borsa. Vengono descritte le diverse figure istituzionali che assistono l'impresa nel processo di prima quotazione ed i costi associati. Quindi, attraverso diversi dati di ricerche compiute dalla School of Management del Politecnico di Milano, si dimostra la crescente importanza di questo particolare mercato, in continua espansione per quanto riguarda il numero di imprese quotate, la capitalizzazione complessivamente raggiunta, i valori conseguiti in termini di fatturato, EBITDA e CAGR, ovvero il tasso che misura l'incremento registrato dai fatturati delle imprese che sono state ammesse al listino di Aim Italia. La ricerca ha esaminato ulteriori dati che confermano i benefici derivanti dall'accesso al canale borsistico. Il medesimo capitolo spiega, inoltre, gli effetti prodotti dal Covid – 19 su Aim Italia, riporta le modifiche al regolamento volte a rendere il mercato ancora più efficace nel suo compito di sostegno alle PMI e si conclude cercando di prevedere i possibili scenari futuri per Aim Italia, dopo che il LSEG ha ceduto Borsa Italiana. Il terzo ed ultimo capitolo discute di un particolarmente recente strumento di finanza alternativa, i Minibond, i quali stanno prendendo sempre più piede in un clima di incertezze legate alla capacità effettiva delle banche di riuscire a recuperare i livelli di sostegno alle PMI raggiunti prima

della crisi del 2008 – 2009, scenario che con lo scorrere del tempo appare sempre più improbabile. Quindi, il capitolo inizia spiegando cosa sono i Minibond e le norme che li hanno introdotti nel nostro ordinamento. Anche in questo caso si parla del processo di emissione e quotazione, in quest'ultimo caso solo se l'impresa si avvale di tale facoltà. Viene analizzato il segmento ExtraMOT Pro3, di recente istituzione, destinato specificatamente alle PMI e all'interno del quale si trovano esclusivamente investitori istituzionali e professionali. Descritti i soggetti che accompagnano l'impresa nell'iter di quotazione, l'attenzione viene posta sulle statistiche che descrivono la forte crescita nel ricorso ai Minibond da parte delle imprese di qualunque dimensione. Il capitolo si conclude con la discussione delle scadenze e dei rendimenti rilevati, in media, sul mercato delle obbligazioni di taglia inferiore ai 50 milioni di euro.

Bibliografia

Altman E. I., Esentato M., Sabato G., Assessing the credit worthiness of Italian SMEs and mini-bond issuers, 2020.

Bufacchi I., Bce: Pmi italiane più colpite dalla crisi di liquidità, Il Sole 24 Ore, 2020.

Bussi C., Quattro antidoti al credit crunch, Il Sole 24 Ore, 2014.

Costa S., Margani P. Credit crunch in Italy: Evidence on new ISAE survey data, ISAE, 2009.

Criscione A., Partita a tre per comprare Borsa Italiana da Londra, Il Sole 24 Ore, 2020.

Delfino E., Il miracolo di October: Pmi che finanziano Pmi, Il Sole 24 Ore, 2019.

Dorini L., Meno banca per l'impresa. Ecco come si fa strada la finanza alternativa, Il Sole 24 Ore, 2019.

Ganz B., Pmi, il 2019 anno di sofferenza – Gelata dopo cinque anni di crescita, Il Sole 24 Ore, 2019.

Germani A., Pir chiamati a privilegiare gli investimenti nelle Pmi, Il Sole 24 Ore, 2019.

Il Sole 24 Ore, Boom di minibond durante il lockdown, 2020.

Incorvati L., Le piccole di Aim Italia più resistenti all'impatto Covid, Il Sole 24 Ore, 2020.

Incorvati L., Aim Italia vicina a toccare il traguardo dei 130 titoli, Il Sole 24 Ore, 2019.

Incorvati L., Ecco cosa cerca chi punta sui titoli dell'Aim Italia, Il Sole 24 Ore, 2018.

Incorvati L., Più liquidità sulle piccole dell'Aim Italia, Il Sole 24 Ore, 2020.

Lambiase A., La quotazione delle pmi su Aim Italia e gli investitori istituzionali nel capitale, FrancoAngeli, Milano, 2016.

Longo M., Borsa, nel vivo la corsa a tre Assosim: serve un polo per Pmi, Il Sole 24 Ore, 2020.

Martino C., Pmi e risparmio: formula vincente da non sprecare, Il Sole 24 Ore, 2019.

Monti M., Cresce in Italia l'aiuto della finanza alternativa alle pmi ed imprese non quotate, Il Sole 24 Ore, 2018.

Olivieri A., Così Londra ha tradito Piazza Affari – Ora quotiamola, Il Sole 24 Ore, 2020.

Politecnico Milano, 6° Report italiano sui Minibond, 2020.

Politecnico Milano, Aim Italia 2009 – 2019: dieci anni di storie imprenditoriali, 2019.

Papa C. F., Il ruolo chiave delle pmi per la crescita, Il Sole 24 Ore, 2020.

Russo D., Un rating su misura per facilitare la via al credito delle Pmi, Il Sole 24 Ore, 2019.

Sitografia

Banca d'Italia, Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi, 2012.

Banca d'Italia, Relazione annuale, 2020.

Borsa Italiana, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, 2012.

Borsa Italiana, Disposizioni generali, 2019.

Borsa Italiana, Regolamento Emittenti, 2020.

Borsa Italiana, Gli Advisor.

Borsa Italiana, Il processo di quotazione.

Borsa Italiana, Avviso n. 17857, 2020.

Borsa Italiana, Minibond cosa sono e come sono disciplinati, 2017.

Borsa Italiana, Extramot Pro.

Borsa Italiana, Regolamento del mercato ExtraMOT, 2020.

Borsa Italiana, Regolamento del mercato ExtraMOT Pro3, 2020.

Borsa Italiana, I requisiti di quotazione, 2019.

European Central Bank, Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2019 to March 2020, 2020.

Gazzetta Ufficiale, Testo coordinato del decreto – legge 22 giugno 2012, n. 83.

Gazzetta Ufficiale, Testo coordinato del decreto – legge 18 ottobre 2012, n. 179.

Gazzetta Ufficiale, Decreto – legge 23 dicembre 2013, n. 145.

Gazzetta Ufficiale, Decreto – legge 24 giugno 2014, n. 91.

Istat, Imprese e addetti – principali dati, 2018

Orrick, Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO.