

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “M. Fanno”



CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

**LA QUOTAZIONE DELLE PMI
SU AIM ITALIA**

Relatore: Ch.mo prof. Francesco Zen

Laureanda: Laura Ruvoletto

Matricola n. 1113128

Anno Accademico 2017 – 2018

INDICE

INTRODUZIONE	1
1. CAPITOLO PRIMO	3
LA QUOTAZIONE SU AIM ITALIA	3
1.1 I requisiti di quotazione su AIM Italia	3
1.2 Il processo di quotazione	7
1.3 I corrispettivi di ammissione e quotazione	9
2. CAPITOLO SECONDO	13
STRUMENTI E INCENTIVI PER LA QUOTAZIONE	13
2.1 Premessa	13
2.2 I piani individuali di risparmio	13
2.3 Il credito d'imposta per i costi di quotazione	16
2.4 Le SPAC (Special Purpose Acquisition Company)	20
3. CAPITOLO TERZO	23
BENEFICI ED EVOLUZIONE DELLE QUOTAZIONI SU AIM ITALIA	23
3.1 Benefici derivanti dalla quotazione su AIM Italia	23
3.2 Evoluzione e crescita del mercato AIM Italia	26
4. CONCLUSIONI	31
CONCLUSIONI	31
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	35
BIBLIOGRAFIA E WEBGRAFIA	35
Libri, articoli e conferenze	35
Webgrafia	38

INTRODUZIONE

Il decreto ministeriale del 18 aprile 2005 individua la categoria della PMI (Piccole e Medie Imprese) come quella costituita da imprese che hanno contemporaneamente meno di 250 occupati e un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

Il panorama imprenditoriale italiano è composto per il 99% da questa categoria, la quale rappresenta l'80% dell'occupazione, crea il 67% del valore aggiunto e mostra una notevole presenza sui mercati internazionali, dove pesa il 54% dell'export totale¹.

E' chiaro quindi quanto questa tipologia d'impresie sia importante all'interno del sistema produttivo italiano e quanto la loro crescita debba essere sostenuta per continuare a mantenere il livello raggiunto sino a questo momento.

AIM Italia nasce dieci anni fa come mercato di Borsa Italiana, il quale "ha sempre collaborato con le piccole e medie imprese, con l'obiettivo di supportare la loro crescita ed espansione favorendo l'accesso al capitale. AIM Italia è il mercato dedicato alle PMI ed è un valido punto d'incontro tra le necessità delle imprese e degli investitori" (Barbara Lunghi, 2018).

Questo mercato si propone quindi di creare una valida alternativa all'indebitamento bancario e di stimolare ulteriormente la quotazione di questa categoria d'impresie, dato che, nonostante la loro forte presenza all'interno del tessuto produttivo italiano, rappresentano una ridotta percentuale nel listino di Borsa Italiana e, in particolare, coprono una percentuale inferiore rispetto alla media europea.

Nonostante quindi esista un'ampia porzione d'impresie italiane che possiedono i requisiti per accedere al mercato AIM, molte di queste non sembrano interessate ad una prospettiva di quotazione, spesso perché, essendo imprese a carattere familiare o costituite da un socio unico, percepiscono la propria azienda come molto solida e non hanno intenzione né di connettere l'andamento del proprio titolo al rischio di mercato né di aprire il capitale a terzi soggetti. Inoltre gli imprenditori individuano numerosi ostacoli che li dissuadono dalla quotazione, come l'instabilità del mercato, i costi di quotazione o l'eccessiva regolamentazione.

¹ Dati OCSE

Negli ultimi anni tuttavia sono state proposte numerose misure d'incentivazione alla quotazione delle PMI, sia tramite le proposte di sostegno del Gruppo di lavoro del progetto PiùBorsa, sia tramite i provvedimenti previsti dalle Leggi di Bilancio degli ultimi due anni.

Con questo elaborato, dopo aver presentato il processo di quotazione delle piccole e medie imprese su AIM Italia, confrontando come sia più semplice e flessibile il processo rispetto alla quotazione sul Mercato Telematico Azionario, saranno presentate le ultime novità in tema di incentivi fiscali per le PMI quotate e gli strumenti che permettono un percorso di quotazione più veloce. Lo scopo è quello di sottolineare come il mercato AIM Italia rappresenti una scelta valida per sostenere la crescita della propria impresa, sottolineando, in particolare nel terzo capitolo, quali sono i vantaggi derivanti dalla quotazione su questo mercato e mettendo in luce come in questo mercato sia cresciuto e come si siano sviluppate le imprese al suo interno.

1. CAPITOLO PRIMO

LA QUOTAZIONE SU AIM ITALIA

1.1 I requisiti di quotazione su AIM Italia

La decisione di quotarsi in borsa per una PMI, come per qualsiasi altra tipologia d'impresa, è una scelta importante nel suo ciclo di vita, poiché la quotazione può avvenire solamente se la società possiede i requisiti necessari, e ciò può comportare la modifica di alcuni aspetti organizzativi.

Tuttavia, le normali prerogative richieste da Borsa Italiana per l'ammissione sul Mercato Telematico Azionario potrebbero risultare eccessive per le PMI, ed è per questo che AIM Italia stabilisce solamente dei requisiti minimi, tra cui:

- la presenza continua del NomAd, sia nella fase di pre-ammissione sia in quella di post-ammissione;
- la mancanza di un limite relativamente alla dimensione della società in termini di capitalizzazione;
- una soglia minima in termini di flottante, il quale deve essere almeno del 10% (suddiviso almeno tra cinque investitori istituzionali);
- l'assenza di requisiti particolari in termini di corporate governance;
- non sono previsti requisiti economico-finanziari specifici;

Come si può evincere dalle due tabelle che seguono, i requisiti formali pre e post IPO per le PMI sono più favorevoli sull'Alternative Investment Market in confronto a quelli richiesti dal Mercato Telematico Azionario.

In particolare, si può evidenziare come in un numero rilevante di voci non siano richiesti specifici requisiti formali per l'ammissione ad AIM Italia, e ciò rappresenta un considerevole incentivo alla quotazione per le PMI.

Tabella 1.1: Confronto requisiti formali in fase di IPO tra AIM Italia e MTA

Requisiti formali in fase di IPO	AIM Italia	MTA
Flottante	10%	25%
Bilanci certificati	1 (se esistente)	3
Principi contabili	Italiani o internazionali/USA	Internazionali
Offerta	Istituzionale	Istituzionale/retail
Altri documenti	Documento di ammissione	Prospetto informativo/SCG/Piano industriale/QMAT
Market cap	Nessun requisito formale	Minimo € 40 mil.
CDA (n. dipendenti)	Nessun requisito formale	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
Comitato Controllo e Rischi	Nessun requisito formale	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
Comitato Remunerazione	Nessun requisito formale	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
Incentivi al Top Management	Nessun requisito formale	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
Investor Relator	Non obbligatorio	Raccomandato
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	NomAd	Sponsor/Global coordinator

Fonte: Elaborazione dati Borsa italiana

Tabella 1.2: Confronto requisiti formali post IPO tra AIM Italia e MTA

Requisiti formali post IPO	AIM Italia	MTA
Codice di Corporate Governance	Facoltativo	Comply or explain
Specialist	Obbligatorio (liquidity provider)	Facoltativo (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento emittenti)
OPA	OPA Statutaria	TUF – 30% per obbligatoria (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva , 90%-95% per residuale
Parti correlate	Procedure semplificate e obblighi informativi	Procedure e obblighi informativi
Dati trimestrali	NO	Non obbligatori
Dati semestrali	SI - entro 3 mesi dalla chiusura del semestre	SI - entro 90 giorni da chiusura del semestre
Dati annuali	SI - pubblicazione entro 6 mesi da chiusura d'esercizio	SI - entro 120 giorni da chiusura d'esercizio

Fonte: Elaborazione dati Borsa italiana

Tra questi requisiti formali è da sottolineare la figura del NomAd, data la sua presenza sia nella fase di IPO sia post-IPO. Esso è un operatore di matrice tendenzialmente bancaria (banca d'affari, un intermediario o una società che opera prevalentemente nel settore corporate finance) autorizzato da Borsa Italiana e iscritto nel registro dei Nominated Advisor, il quale diventa una figura centrale per un emittente che desidera quotarsi su AIM Italia.

Infatti, all'interno del team di consulenti che accompagnano la società nel processo di quotazione, l'identificazione del NomAd costituisce un passaggio fondamentale per il successo dell'operazione di ammissione sul mercato, anche perché esso deve essere mantenuto per tutto il tempo in cui la società rimane quotata in Borsa. Una volta nominato, i principali compiti di questo soggetto durante la fase di IPO, così come previsti dai regolamenti di AIM Italia, sono:

1. la stesura della due diligence come descritta nel regolamento AIM Italia, al fine di valutare se la società rispetti i requisiti per l'ammissione sul mercato, dato che il NomAd è responsabile nei confronti di Borsa Italiana per l'appropriatezza dell'emittente;
2. la gestione del processo di quotazione, coordinando il team di consulenti, definendo le tempistiche e guidando la società nella redazione del documento di ammissione.

Il compito del NomAd però non termina con l'ingresso dell'emittente nel mercato, infatti, in seguito deve assistere e sostenere la società quotata per tutta la durata della sua permanenza su AIM Italia: il consulente perciò deve mantenere contatti regolari con l'emittente anche al fine di verificare che quest'ultimo lo tenga informato e aggiornato sulla sua attività e abbia un'adeguata comprensione degli obblighi derivanti dal Regolamento Emittenti (disponibile sul sito ufficiale di Borsa Italiana); inoltre deve assisterlo nell'adempimento degli obblighi di comunicazione al pubblico (ad esempio, il rispetto degli obblighi di comunicazione previsti dal Regolamento (UE) 596/2014).

In generale quindi deve verificare l'adempimento degli obblighi e delle responsabilità regolamentari derivanti dall'ammissione all'AIM Italia: nel caso in cui il NomAd ritenga che l'emittente per il quale opera non possieda più i requisiti necessari per continuare la permanenza all'interno del mercato, deve darne comunicazione a Borsa Italiana, come definito dal Regolamento NomAd; anche per questo motivo il NomAd

deve essere indipendente rispetto all'emittente che assiste al fine di evitare qualsiasi possibile conflitto d'interessi.

Borsa Italiana inoltre consiglia di verificare la presenza di una serie di requisiti sostanziali prima di avviare il processo di quotazione, per capire se la società quotanda può essere considerata effettivamente attrattiva dagli investitori istituzionali, tenendo in considerazione le loro strategie di asset allocation; sono quindi suggeriti:

- un track record di successo;
- una strategia chiara e comprensibile, ampiamente descritta all'interno del piano industriale;
- l'orientamento allo sviluppo e l'appartenenza a un settore con buone opportunità di crescita;
- un solido posizionamento competitivo e/o leadership di mercato;
- autonomia gestionale e organizzazione manageriale;
- ampia credibilità dell'azienda ed expertise del management;
- equilibrio della struttura finanziaria;
- trasparenza nella comunicazione finanziaria;
- orientamento all'internazionalizzazione;
- capacità di innovazione.

Tutte queste caratteristiche sono indispensabili poiché la sola congruenza con i requisiti formali non comporta necessariamente l'apprezzamento da parte degli investitori istituzionali: prima dell'ingresso sul mercato, l'Equity story² passa attraverso la verifica dei requisiti sostanziali e l'analisi strategica degli elementi che attraggono l'attenzione degli investitori. E' qui, infatti, che si inserisce il ruolo dell'investor relation, una figura fondamentale per garantire il buon esito dell'operazione di IPO e promuovere la PMI come opportunità d'investimento nei confronti degli investitori istituzionali.

² Rappresentazione di tutte le caratteristiche strategiche, organizzative e finanziarie e i key driver che esprimono il successo di un'azienda unitamente alle opportunità di mercato

1.2 Il processo di quotazione

Una volta definito il NomAd e il team operativo di supporto necessari alla quotazione e dopo aver avviato le relazioni con Borsa Italiana, il processo di IPO su AIM Italia è ufficializzato tramite l'atto costitutivo degli organi sociali, la delibera, da parte del Consiglio di Amministrazione, del progetto di quotazione e la relativa approvazione da parte dell'Assemblea. Viene poi valutata una eventuale modifica dell'assetto di Corporate Governance, approvato il business plan, individuato il fabbisogno di capitale e formalizzata la struttura dell'operazione.

Il processo di quotazione può essere risolto in circa 6-8 mesi e può essere identificato in quattro fasi:

1. la verifica dei requisiti di IPO, che prevede l'individuazione e la nomina dei consulenti e del NomAd, la valutazione preliminare della società, la conferma degli obiettivi strategici del business plan e del fabbisogno di capitale, la costruzione dell'Equity story e della strategia di Investor relations, l'avvio del processo di due diligence da parte del NomAd ed eventuali modifiche dell'apparato di corporate governance (circa 8-6 mesi prima);
2. verifica della due diligence, predisposizione dell'Information Memorandum e del Documento di Ammissione (circa 3-2 mesi prima);
3. completamento della due diligence e determinazione del fair value, organizzazione dei road-show e incontri per gli investitori e presentazione della comunicazione di pre-ammissione (in base alla Scheda 1 del Regolamento degli emittenti AIM Italia) 10 giorni prima della presunta data di ammissione (circa 6 settimane prima);
4. completamento e invio della domanda di ammissione contenente la data della delibera della presentazione della richiesta; invio e pubblicazione del Documento di Ammissione e collocamento dell'offerta, determinazione del prezzo e ripartizione dell'offerta entro 3 giorni (1 settimana prima).

Tabella 1.3: Tempistiche del processo di quotazione

Attività preparatorie	12 settimane	6 settimane	1 settimana
Selezionare il Nomad e il team di consulenti	Verificare le aree problematiche emerse dalla due diligence	Completare la due diligence e la documentazione	Completamento della domanda, pubblicazione dei documenti di ammissione e collocamento dell'offerta (3 giorni prima)
Avviare la due diligence	Predisporre la bozza del documento di ammissione	Roadshow per gli investitori	Definizione del prezzo e allocazione dell'offerta
Costruire l'equity story e la strategia di investor relations	Condividere le prime ipotesi di valutazione	Comunicazione di pre-ammissione (10 giorni prima)	
	Presentazione agli analisti		

Fonte: AIM Italia. Il mercato per fare impresa (Borsa Italiana)

Nel processo di quotazione sono coinvolti vari soggetti: in primis, troviamo la figura del NomAd, già analizzata in precedenza, che pianifica e gestisce il processo di quotazione della società e supporta l'emittente nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità definite dal Regolamento degli emittenti.

L'emittente poi è affiancato da un advisor finanziario specializzato sugli Equity Capital Markets, il quale realizza lo studio di fattibilità e la valutazione pre-quotazione; anch'esso assiste la società nell'organizzazione complessiva dell'operazione e ne definisce la struttura, coordinando i diversi attori all'interno del progetto.

Fondamentali sono i consulenti legali che assistono l'emittente, i soci, gli intermediari in tutti gli aspetti di natura legale e contrattualistica, e la società di revisione, la quale deve innanzitutto emettere almeno un giudizio sui bilanci dell'emittente, ma può anche verificare i dati economici del Documento di Ammissione e del business plan.

Rilevante importanza ha inoltre l'Advisor di Investor relations e comunicazione finanziaria, soggetto incaricato della gestione dei rapporti con gli investitori istituzionali che si occupa dell'attività di comunicazione finanziaria con un duplice obiettivo: costruzione del brand sul mercato dei capitali in fase di IPO e massimizzazione della visibilità nei confronti della comunità finanziaria e della stampa.

In generale, tutti i soggetti coinvolti nel processo di quotazione devono collaborare al meglio per realizzare il buon esito dell'operazione di IPO e per il mantenimento del nuovo status di società quotata.

1.3 I corrispettivi di ammissione e quotazione

I costi di quotazione possono essere divisi in due categorie:

- costi fissi, determinati dalla struttura, dimensione e dalla complessità aziendale, che includono tutte le consulenze specifiche necessarie per supportare la società alla quotazione in Borsa e, in seguito all'IPO, tutte le attività per il mantenimento della nuova condizione di società quotata;
- costi variabili riferibili al collocamento del titolo e definiti su base percentuale della raccolta effettiva di capitale.

Alcuni esempi di costi di quotazione su AIM Italia sono identificati dalla seguente tabella.

Tabella 1. 4: Tipologia di costi di quotazione su AIM Italia

ATTORI	ATTIVITA'	TIPOLOGIA COSTO
Advisor finanziario	1)Studio di fattibilità IPO 2)Supporto all'imprenditore nel processo di IPO	Fisso
NomAd	1)Due diligence (finanziaria e di business) e Documento di Ammissione 2)Collocamento	1)Fisso 2)Variabile
Società di revisione	Giudizio sul bilancio aziendale e Comfort Letter	Fisso
Società di comunicazione e IR	1) Comunicazione finanziaria regolamentata 2) Gestione delle Investor Relations	Fisso
Studio legale e fiscale	Due diligence legale e fiscale	Fisso
Borsa Italiana e Monte titoli	Listing Fee	Fisso

Fonte: Osservatorio IR Top AIM Italia – “Survey Costi di IPO su AIM Italia” Settembre 2017

Relativamente all'ultima voce della tabella appena presentata, Borsa Italiana S.p.A. prevede dei corrispettivi fissi di prima quotazione o ammissione, i quali sono riassunti nella tabella sottostante³.

Tabella 1.5: Corrispettivi di prima quotazione o ammissione

	Corrispettivo ogni 500.000 Euro di capitalizzazione	Cap	Floor
Nuove società¹	75 Euro	500.000 Euro	<ul style="list-style-type: none"> • MTA <ul style="list-style-type: none"> - Capitalizzazione < 1 miliardo di Euro: 25.000 Euro - Capitalizzazione > 1 miliardo di Euro: 75.000 Euro • MIV: 25.000 Euro • AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale: 20.000 Euro
Società risultanti da operazioni di fusione che coinvolgono esclusivamente emittenti già quotati²	40 Euro	150.000 Euro	10.000 Euro
Società già quotate presso Borse estere³	40 Euro	50.000 Euro	10.000 Euro
Nuove categorie di azioni	5.000 Euro per singola categoria		

Fonte: Corrispettivi di ammissione e quotazione. Borsa Italiana S.p.A.

L'Osservatorio IR Top ha realizzato un'analisi di sensitività riuscendo così a stimare la quota di costi fissi di advisory che, variando a seconda della complessità e delle caratteristiche delle PMI, è compresa in un intervallo tra i 300.000 e i 500.000 Euro, e quella di costi variabili di collocamento tra i 250.000 e i 360.000 Euro.

Il costo complessivo di IPO varia pertanto nel range:

³ I corrispettivi presentati sono in vigore a partire dal 1 gennaio 2018 e sono relativi a MTA, MIV e AIM Italia

- Euro 565.000 – 765.000 in relazione al dato mediano di raccolta (5,3 milioni di Euro), per una media di Euro 665.000
- Euro 660.000 – 860.000 in relazione al dato medio di raccolta (7,2 milioni di Euro), per una media di Euro 760.000

Tabella 1.6: Stima dei costi di IPO

COSTI DI IPO		
Costi Advisory	<i>min</i>	<i>max</i>
<i>range stima</i>	300.000	500.000
Costi Collocamento	<i>fee prassi: 5%</i>	
<i>sensivity sulla base della raccolta</i>		
raccolta di 5,3 milioni di euro (A)	265.000	
raccolta di 7,2 milioni di euro (B)	360.000	
Costo totale (Advisory + Collocamento)	Costi IPO Min per Emittente	Costi IPO max per Emittente
raccolta di 5,3 milioni di euro (A)	565.000	765.000
<i>di cui Advisory</i>	53%	65%
<i>di cui Collocamento</i>	47%	35%
Incidenza % Costo complessivo IPO su Raccolta	11%	14%
raccolta di 7,2 milioni di euro (B)	660.000	860.000
<i>di cui Advisory</i>	45%	58%
<i>di cui Collocamento</i>	55%	42%
Incidenza % Costo complessivo IPO su Raccolta	9%	12%

(A) = dato mediano raccolta IPO Fonte Osservatorio IR TOP su AIM 2017

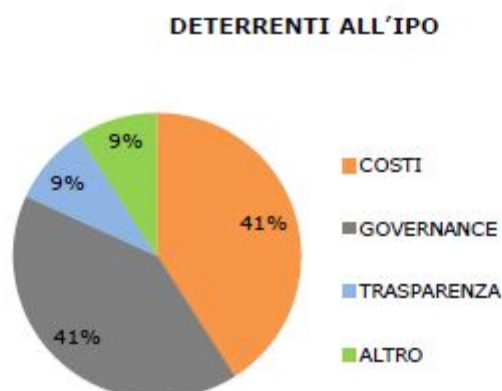
(B) = dato medio raccolta IPO Fonte Osservatorio IR TOP su AIM 2017

Fonte: "BONUS QUOTAZIONE": il Decreto attuativo sul Credito di imposta. Milano, 18 aprile 2018

L'ufficio studi IR Top ha inoltre condotto una ricerca di mercato coinvolgendo amministratori delegati e imprenditori di ventidue società quotate su AIM Italia⁴, per analizzare il tema "Costi di IPO su AIM Italia". Da questa ne è risultato che i costi in fase di IPO rappresentano un grande ostacolo per le piccole-medie imprese che desiderano quotarsi: essi infatti sono considerati, dal 41% di imprenditori e CEO intervistati, come uno dei maggiori deterrenti alla decisione di quotazione insieme al tema della governance. Se poi si considera l'esperienza post-quotazione, ben il 98% degli intervistati individua il tema dei costi come punto critico, poiché le aspettative su questi ultimi erano inferiori.

⁴ Indagine svolta nel mese di settembre 2017

Grafico 1.1: percentuale dei principali deterrenti all'IPO



Fonte: "BONUS QUOTAZIONE": il Decreto attuativo sul Credito di imposta. Milano, 18 aprile 2018

Il processo di IPO richiede quindi un ingente esborso di denaro, ma esso dovrebbe comunque essere considerato come un investimento con benefici nel breve-medio periodo.

Infatti, l'IPO rappresenta un canale per il reperimento di capitali sui mercati nazionali e internazionali, anche attraverso successivi aumenti di capitale o emissioni obbligazionarie, risorse difficilmente accessibili tramite i canali tradizionali; inoltre, al contrario del credito bancario, i costi riguardanti l'ammissione alla quotazione sono sostenuti una tantum, ma consentono di accedere al mercato in via permanente e in questo modo possono essere considerati un investimento nel medio termine.

2. CAPITOLO SECONDO

STRUMENTI E INCENTIVI PER LA QUOTAZIONE

2.1 Premessa

Nei primi mesi del 2012 è stato costituito il Gruppo di lavoro “Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori”, nell’ambito del quale diversi soggetti, pubblici e privati, hanno definito un progetto per delineare una serie di interventi volti a favorire l’accesso delle imprese al mercato del capitale di rischio. Nell’aprile 2014 è stata poi avviata la task force ‘Finanza per la crescita’ da parte del Ministero dell’Economia e della Finanza con il fine di definire un piano per aumentare il credito e far crescere le imprese.

Vengono quindi ora illustrati alcuni strumenti e incentivi che permettono alle piccole e medie imprese di accedere al mercato azionario più facilmente, alcuni dei quali sono anche frutto del lavoro dei progetti appena citati.

2.2 I piani individuali di risparmio

I piani individuali di risparmio a lungo termine, detti PIR, sono stati introdotti dalla legge 11 dicembre 2016, n. 232, e rappresentano una nuova forma di risparmio fiscalmente incentivato finalizzata a canalizzare i flussi finanziari verso le attività produttive delle piccole e medie imprese italiane per lo sviluppo economico del paese.

Come definito dall’articolo 1, comma 101 della suddetta legge, “il piano di risparmio a lungo termine viene costituito con la destinazione di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro, agli investimenti qualificati indicati al comma 90 del presente articolo”; il comma 90 citato si riferisce ai redditi generati da investimenti consentiti agli enti di previdenza obbligatoria (casse di previdenza private) in:

- a) azioni o quote di imprese residenti fiscalmente in Italia, nella UE o nello Spazio economico europeo e in azioni o quote di OICR;
- b) azioni o quote di OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio) residenti fiscalmente in Italia, nella UE o nello Spazio economico europeo che investono prevalentemente negli strumenti finanziati indicati nella lettera a).

Tali piani quindi hanno lo scopo di effettuare investimenti qualificati mediante l'apertura di un rapporto di custodia o di amministrazione, anche fiduciaria, o di gestione di portafogli o di altro stabile rapporto, con opzione per l'applicazione del regime di risparmio amministrato, o di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, instaurato con operatori professionali.

In generale quindi, i commi 100-114, relativi ai PIR, stabiliscono un regime di esenzione fiscale per i redditi di capitale e i redditi diversi percepiti da persone fisiche residenti in Italia, al di fuori dello svolgimento di attività commerciale, derivanti dagli investimenti effettuati in piani di risparmio a lungo termine ma, non deve trattarsi di plusvalenze realizzate mediante la cessione a titolo oneroso di partecipazioni qualificate.

Per beneficiare di ciò, per almeno due terzi di ogni anno solare, le somme o i valori destinati al piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare: inoltre, la predetta quota deve essere investita per almeno il 30% del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Perciò la normativa prevede che una soglia minima del 21% del valore complessivo degli investimenti del PIR sia investito in imprese non facenti parte dell'indice FTSE-MIB e quindi, sostanzialmente, nei due segmenti di Borsa dedicati alle piccole e medie imprese: il Mercato AIM Italia e il segmento Star.

In aggiunta, gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno cinque anni: in caso di cessione antecedente al termine previsto, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento del piano sono soggetti ad imposizione secondo le regole ordinarie, unitamente agli interessi, ma senza l'applicazione di sanzioni.

Dal comma 108 è previsto quindi che le ritenute alla fonte e le imposte sostitutive eventualmente applicate e non dovute fanno sorgere in capo al titolare del piano il diritto a ricevere una somma corrispondente: i soggetti gestori provvedono al pagamento della predetta somma, computandola in diminuzione dal versamento delle ritenute e delle imposte dovute dai medesimi soggetti.

La nuova normativa concernente i PIR può creare notevoli effetti positivi per il sistema finanziario, in particolare possono sostenere lo sviluppo del mercato primario con nuove IPO e il mercato secondario attraverso aumenti di capitale: i piani individuali di risparmio possono quindi generare nuove domande di IPO in modo da ampliare l'universo investibile in MID e Small Cap. In questo modo il mercato diventerebbe più efficiente e contribuirebbe a rendere la quotazione in Borsa per le PMI italiane una valida alternativa al credito bancario.

Le agevolazioni fiscali collegate ai PIR inoltre apportano ulteriori benefici se si considerano anche gli incentivi fiscali per le PMI innovative introdotti dalla Legge di Stabilità: questo conferisce ad AIM Italia un valore aggiunto, infatti, data la sua definizione di mercato non regolamentato, è possibile investire in PMI innovative quotate e ottenere la detrazione fiscale del 30%.

La legge di Bilancio 2017 ha introdotto delle novità rispetto a quanto previsto dal D.L. n. 3/2015 "*Investment Compact*" proprio in tema di incentivi fiscali per le PMI innovative: dall'anno 2017 è aumentato il massimo detraibile a euro un milione per le persone fisiche e il periodo minimo di mantenimento dell'investimento detraibile è passato da due a tre anni. La percentuale dell'agevolazione è diventata unica ed è salita al 30%, sia ai fini della detrazione IRPEF sia ai fini IRES.

Questa agevolazione rende ancora più attraenti le piccole e medie imprese quotate su AIM Italia e danno un'ulteriore motivazione alle imprese avviare il procedimento di IPO, poiché appunto hanno maggiori possibilità di trovare investitori istituzionali interessati ad esse.

L'introduzione dei PIR e la congiunta possibilità di ottenere la qualifica di PMI innovativa hanno generato quindi un importante afflusso di risorse sul mercato secondario, il quale necessitava di un aumento dell'offerta di PMI per evitare un eventuale effetto "bolla": una soluzione è stata introdotta con la Legge di Bilancio 2018.

2.3 Il credito d'imposta per i costi di quotazione

Come è stato presentato nel primo capitolo, è stato evidenziato tramite una survey condotta dall'Osservatorio IR Top che il maggior ostacolo alla quotazione in Borsa è rappresentato dai costi di quotazione, i quali comprendono costi fissi relativi alla consulenza di soggetti a sostegno del processo di IPO e costi variabili legati al collocamento del titolo sul mercato.

Con la Legge 27 dicembre 2017, n. 205 (Legge di bilancio 2018) è stata proposta e approvata una nuova forma di incentivo fiscale per la quotazione delle PMI: il credito d'imposta sui costi di consulenza sostenuti per la quotazione. Questa disposizione è inserita nel progetto più ampio di sostegno alla capitalizzazione e alla crescita delle piccole-medie imprese attraverso il pacchetto di misure "Finanza per la crescita" (precedentemente citato), che prevede misure per agevolare l'accesso delle imprese alle fonti di finanziamento, promuovere un ambiente più favorevole agli investimenti produttivi e incoraggiare la capitalizzazione delle imprese.

Il comma 89 della predetta Legge dispone che "alle piccole e medie imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, che successivamente alla data di entrata in vigore della presente legge iniziano una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo è riconosciuto, nel caso di ottenimento dell'ammissione alla quotazione, un credito d'imposta, fino ad un importo massimo nella misura di 500.000 euro, del 50 per cento dei costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2020, per la predetta finalità".

E' previsto inoltre che "il credito d'imposta di cui al comma 89 è utilizzabile, nel limite complessivo di 20 milioni di euro per l'anno 2019 e 30 milioni di euro per ciascuno degli anni 2020 2021, esclusivamente in compensazione ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n.241, a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione e deve essere indicato nella dichiarazione dei redditi relativi al periodo d'imposta di maturazione del credito e nelle dichiarazioni dei redditi relative ai periodi d'imposta successivi fino a quello nel quale se ne conclude l'utilizzo."

Le PMI che possono beneficiare di questa agevolazione sono quelle che:

- sono definite così come dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione e che rispettano i parametri definiti dall’Unione Europea, cioè ULA (Unità Lavorative-anno) comprese fra 10 e 250, fatturato annuo compreso tra 2 e 50 milioni di Euro o totale annuo di bilancio compreso tra 2 e 43 milioni di Euro;
- sostengono, dal 1° gennaio 2018, costi di consulenza allo scopo di ottenere entro il 31 dicembre 2020, l’ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell’Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo;
- presentano domanda di ammissione alla quotazione successivamente al 1° gennaio 2018
- ottengono l’ammissione alla quotazione con delibera adottata dal gestore del mercato entro la data del 31 dicembre 2020;
- non rientrano tra le imprese che hanno ricevuto e, successivamente non rimborsato o depositato in un conto bloccato, gli aiuti individuati quali illegali e incompatibili dalla Commissione europea;
- non si trovano in condizioni tali da risultare impresa in difficoltà così come individuata nel regolamento di esenzione.

Il decreto ministeriale MISE-MEF relativo a questa agevolazione definisce anche le attività di consulenza i cui costi sono ammissibili al credito d’imposta, e sono:

- a) attività sostenute in vista dell’inizio del processo di quotazione e ad esso finalizzate, quali l’implementazione e l’adeguamento del sistema di controllo di gestione, l’assistenza dell’impresa nella redazione del piano industriale, il supporto all’impresa in tutte le fasi del percorso funzionale alla quotazione nel mercato di riferimento;
- b) attività fornite durante la fase di ammissione alla quotazione e finalizzate ad attestare l’idoneità della società all’ammissione medesima e alla successiva permanenza sul mercato;
- c) attività necessarie per collocare presso gli investitori le azioni oggetto di quotazione;
- d) attività finalizzate a supportare la società emittente nella revisione delle informazioni finanziarie storiche o prospettiche e nella conseguente preparazione di un report, incluse quelle relative allo svolgimento della due diligence finanziaria

- e) attività di assistenza della società emittente nella redazione del documento di ammissione e del prospetto dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati o per la produzione di ricerche così come definite nell'art. 3, comma 1, numeri 34 e 35 del regolamento (UE) n. 596/2014;
- f) attività riguardanti le questioni legali, fiscali e contrattualistiche strettamente inerenti alla procedura di quotazione quali, ad esempio, attività relative alla definizione dell'offerta, la disamina del prospetto informativo o documento di ammissione o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati, la due diligence legale o fiscale e gli aspetti legati al governo dell'impresa;
- g) attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità della società, a divulgare l'investment case, tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria.

Tabella 2.1: Sintesi Costi IPO su AIM Italia ammissibili al credito d'imposta

ATTORI a cura di IR Top Consulting	ATTIVITÀ	Tipologia di costo
ADVISOR FINANZIARIO Soggetto indipendente specializzato sugli ECM	Studio di fattibilità di IPO Valutazione della Società Supporto all'imprenditore nelle fasi del processo di IPO Supporto nella redazione/verifica del piano industriale Supporto nella definizione della Governance aziendale Supporto nella redazione del Documento di ammissione Supporto nella strutturazione dell'offerta	Advisory
NOMAD – GLOBAL COORDINATOR Istituzione finanziaria garante dell'operazione di IPO	Definizione dell'offerta Svolgimento della Due diligence finanziaria e di business Verifica del sistema di controllo di gestione Redazione del Documento di Ammissione Attività necessarie per collocare presso gli investitori le azioni oggetto di quotazione	Advisory Collocamento
SOCIETA' DI REVISIONE Soggetto iscritto all'Albo Speciale Consob	Giudizio sul Bilancio aziendale e Comfort Letter	Advisory
SOCIETA' DI COMUNICAZIONE E INVESTOR RELATIONS Soggetto specializzato nella gestione dei rapporti con gli Investitori Istituzionali	Gestione delle Investor Relations Elaborazione dell'Equity Research IPO Attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità della Società, a divulgare l'investment case, tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria	Advisory
STUDIO LEGALE E FISCALE	Svolgimento della Due diligence legale e fiscale Collaborazione nella redazione del Documento di ammissione	Advisory
BORSA ITALIANA & MONTE TITOLI	Quotazione	Listing fee

Fonte: "BONUS QUOTAZIONE": il Decreto attuativo sul Credito di imposta. Milano, 18 aprile 2018

Al fine di determinare il credito d'imposta sono ammissibili i costi direttamente connessi allo svolgimento delle attività precedentemente presentate e fornite da consulenti esterni, persone fisiche e giuridiche, come servizi non continuativi o periodici e al di fuori dei costi di esercizio ordinari dell'impresa connessi ad attività regolari, quali la consulenza fiscale, la consulenza legale o la pubblicità: tali spese possono consistere in un importo previamente pattuito in misura fissa oppure parzialmente proporzionata al successo dell'operazione di quotazione. E' strettamente necessario che le spese relative alle attività sopra descritte non siano prestate da soggetti collegati all'impresa beneficiaria.

Inoltre l'effettività del sostenimento dei costi e l'ammissibilità degli stessi deve risultare da apposita attestazione rilasciata dal presidente del collegio sindacale, oppure da un revisore legale, o da un professionista iscritto nell'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili.

In totale lo Stato ha messo a disposizione 80 milioni di Euro per il triennio 2019-2021, divisi in 20 e 30 milioni l'anno, rispettivamente per il 2019 e per il 2020 e 2021: l'osservatorio AIM 2017 sulla base del costo medio delle IPO relativo alle PMI ha stimato che, grazie a questo stanziamento, potrebbero essere finanziate circa 180 nuove piccole e medie imprese in questo triennio.

Grafico 2.1: Stima di IPO nel triennio 2018-2020 a seguito della Finanziaria 2018



Fonte: "BONUS QUOTAZIONE": il Decreto attuativo sul Credito di imposta. Milano, 18 aprile 2018

2.4 Le SPAC (Special Purpose Acquisition Company)

Le Special Purpose Acquisition Company (SPAC) sono strumenti innovativi, privi di attività operative, che vengono costituiti da un gruppo di promotori con il fine di raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in borsa: tali capitali saranno in seguito utilizzati per un'operazione di acquisizione di una società target (nel nostro, caso una PMI non quotata), tramite qualsiasi modalità, inclusa l'aggregazione mediante conferimento o fusione; una volta conclusa l'operazione, le azioni della società target verranno poi quotate in Borsa. Le SPAC hanno un orizzonte temporale breve e determinato (18-24 mesi) per completare la Business Combination, a pena della liquidazione della stessa.

Questi strumenti hanno un basso profilo di rischio, soprattutto per gli investitori, fino al momento della Business Combination, e presentano un importante upside potenziale qualora l'operazione si dovesse concludere con successo; in relazione alle PMI, rappresentano un meccanismo indiretto per veicolare capitali a loro favore e facilitano il percorso di quotazione su AIM Italia con un approccio semplificato e tempistiche ridotte per l'azienda target: infatti eliminano il rischio dell'offerta, accelerando il processo di quotazione e limitando l'esposizione pubblica della società.

I soggetti principali che partecipano ad una SPAC sono tre: i promotori, gli investitori e la società target. I promotori forniscono alle SPAC la liquidità necessaria per l'operatività sottoscrivendo azioni speciali, presentano il progetto agli investitori al fine di guadagnarne la loro fiducia e rendere attraente la loro proposta, individuano la società target e coordinano la business combination effettuando un "road show"; nonostante il lavoro svolto, non hanno diritto di voto nell'assemblea che approva o meno l'operazione proposta.

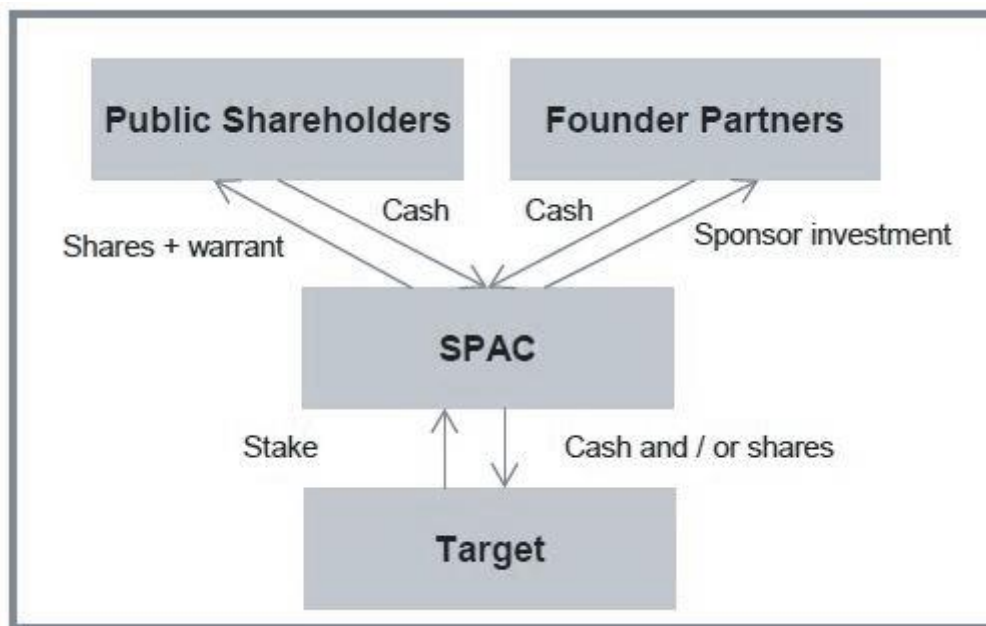
I secondi sono di norma investitori istituzionali, indipendenti dai promotori, di varia natura, come banche, assicurazioni, fondi Private Equity, fondi pensione, Family Office, asset manager, fondazioni bancarie: spetta a loro il diritto di approvazione della business combination, decidendo quindi se diventare soci di una società operativa oppure esercitare il diritto di recesso, tornando in pieno possesso del proprio investimento.

Affinché l'operazione abbia esito positivo, la proposta deve essere approvata da una maggioranza qualificata del 70% dell'assemblea; una volta approvata l'operazione di acquisizione della società obiettivo, i promotori possono effettuare

l'operazione definita "business combination", dato che essa assume spesso le caratteristiche di una fusione, anche se il fondo acquisisce solo una percentuale della società.

La società target è una piccola o media impresa non quotata in borsa di proprietà privata, non appartenente a settori come quello immobiliare o finanziario, ma che, allo stesso tempo, non deve avere dimensioni o redditività troppo basse; in generale, la società obiettivo viene individuata considerando la presenza di significative prospettive di crescita, una redditività superiore alla media del settore di riferimento, buone capacità di generare liquidità, tendenza all'innovazione e all'internazionalizzazione, un'organizzazione interna strutturata con management competente e qualificato, un valore dell'azienda coerente con il capitale raccolto con la SPAC.

Grafico 2.2: Funzionamento operazione tramite SPAC



Fonte: La quotazione sul mercato AIM Italia: un'opportunità di crescita per le PMI.

Milano, 10 Aprile 2018

Le quotazioni di Special Purpose Acquisition Company possono avvenire, oltre che sul MIV (Mercato degli Investment Vehicles), anche su AIM Italia, nel quale sono classificate come "società costituite con lo scopo di acquisizione di un *business* specifico" e sono identificate come "società di investimento"⁵. La disposizione relativa alle

⁵ Cfr. l'avviso di Borsa Italiana n. 20406 del 3 novembre 2017

SPAC su AIM Italia è stata modificata, a decorrere dal 3 gennaio 2018, e prevede quindi che “l’emittente ai fini dell’ammissione, deve raccogliere un minimo di 30 milioni di Euro in denaro tramite un collocamento che si concluda alla data di ammissione ovvero in prossimità dell’ammissione stessa”⁶ mentre prima dell’aggiornamento erano sufficienti 3 milioni.

Inoltre sono stati introdotti dei criteri che devono essere soddisfatti dai promotori di una SPAC per essere ammessi alla negoziazione delle azioni su AIM: in particolare, devono essere dei “soggetti dotati di un elevato livello di professionalità ed esperienza specifica” e devono “aver ricoperto posizioni apicali in (i) operazioni sul mercato primario dei capitali; (ii) operazioni di *private equity*; (iii) gestione di aziende di medie dimensioni; (iv) settore dell’*investment banking*”⁷. Questa novità rappresenta quindi un’ulteriore sicurezza sia per gli investitori che per la società target selezionata.

Secondo il dottor Gianni Mion, creatore di tre SPAC a partire dal 2014, l’utilità di questo strumento “sta nel consentire l’ingresso in Borsa di aziende di medie dimensioni, che altrimenti, per aprire il proprio capitale, avrebbero opzioni limitate, come il *private equity*.” Egli considera le SPAC un enorme vantaggio per le imprese, poiché con esse “di fatto viene azzerata l’incertezza determinata dall’IPO, per la quale solitamente l’imprenditore spende molte energie e magari non ottiene dal mercato le risposte attese.”⁸

In generale quindi, il vantaggio delle Spac è il totale allineamento di interessi tra promotori, imprenditori e investitori (Paolo Ferrario, 2016).

Ad oggi le SPAC ammesse sul mercato alternativo del capitale dal 2011 sono ventidue, di cui cinque hanno concluso la Business Combination e le società target correlate sono ora quotate su AIM Italia, il quale resta la scelta privilegiata dalla maggior parte degli operatori⁹ grazie alla semplicità di accesso in termini di costi e tempistiche. Infatti, mentre le SPAC quotate su MIV devono predisporre un prospetto redatto e sottoposto all’approvazione della Consob, per l’ammissione alle negoziazioni sul mercato AIM, l’emittente deve predisporre un “documento di ammissione” che contiene un *set* di informazioni, il cui contenuto non è sottoposto all’attività istruttoria della Consob.

⁶ Cfr. l’art. 8 del Regolamento Emittenti AIM Italia al 3 gennaio 2018

⁷ Cfr. l’avviso di Borsa Italiana n. 20406 del 3 novembre 2017

⁸ Tratto dall’intervista a Gianni Mion, *Il Sole 24 Ore*, 21 Luglio 2017

⁹ In totale le SPAC quotate oggi in Italia sono 27

3. CAPITOLO TERZO

BENEFICI ED EVOLUZIONE DELLE QUOTAZIONI SU AIM ITALIA

3.1 Benefici derivanti dalla quotazione su AIM Italia

Il mercato AIM Italia, nato nel 2008 su esempio del mercato AIM del London Stock Exchange (riferimento internazionale per le società Small&Mid Cap ad elevato potenziale da circa vent'anni), si è perfezionato nel marzo del 2012 con l'integrazione del MAC – Mercato Alternativo del Capitale, con il fine di sviluppare un listino di mercato completamente dedicato alle piccole e medie imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese.

AIM Italia rappresenta quindi un canale privilegiato per le PMI per diversificare le proprie fonti di finanziamento dal credito bancario e, al contempo, raggiungere una maggiore visibilità sui mercati nazionali e internazionali: negli ultimi anni, infatti, ha dimostrato le sue potenzialità nel sostenere progetti di sviluppo e internazionalizzazione delle imprese italiane nei vari momenti del loro ciclo di vita, in modo da rafforzarne il loro posizionamento e la loro competitività sul mercato.

Inoltre essendo definito come mercato non regolamentato offre l'opportunità ad aziende con idee di business innovative di potersi quotare in Borsa e ottenere la qualifica di PMI Innovativa, che, con Legge 11 dicembre 2016 n. 232, permette di usufruire dei benefici fiscali presentati nel capitolo precedente.

Numerosi sono quindi i fattori che rendono AIM Italia la scelta migliore per le PMI che intendono quotarsi, tra cui: la concreta possibilità per le aziende di dimensioni ridotte di accedere al mercato azionario, visti i minori requisiti richiesti rispetto al Mercato Telematico Azionario e le tempistiche inferiori nella fase di ammissione alla quotazione; un processo più semplice di IPO supportato da un network di operatori e consulenti altamente specializzati (tra cui la figura del NomAd) e adempimenti post-quotazione appositamente calibrati sulla struttura delle piccole e medie imprese; la possibilità di trovare un ampio spettro di investitori istituzionali con obiettivi strategici

chiari e prospettive di investimento di lungo termine; la proposta di una valida alternativa al sistema creditizio bancario e all'autofinanziamento; l'opportunità di quotare veicoli di investimento innovativi come le SPAC, che permettono alle PMI di accedere al mercato AIM con un procedimento ancora più semplificato; la presenza di una burocrazia ridotta, dato che il prospetto informativo, l'istruttoria della Consob e i resoconti trimestrali non sono richiesti e la due diligence viene stilata dal NomAd.

Un ulteriore valore aggiunto viene conferito dalla delibera del 13 dicembre 2017 della Consob, la quale ha disposto la registrazione di AIM Italia come mercato di crescita per le PMI (*SME Growth Market*) con efficacia dal 3 Gennaio 2018: in questo modo il mercato può essere considerato un MTF, cioè un *Multilateral Trading Facility*. Questa nuova categoria è stata ideata dalla Commissione Europea nell'ambito della direttiva MiFID II, come parte integrante del piano per l'integrazione del mercato dei capitali, in modo da formare un quadro normativo che renda l'accesso delle PMI al mercato dei capitali più snello e flessibile.

Questa qualifica permette di evidenziare ulteriormente il profilo di AIM Italia e delle società in esso quotate e consentirà al mercato di beneficiare delle eventuali iniziative che verranno emanate a livello europeo a favore di questa categoria, in particolare a sostegno di proposte che agevolano l'accesso ai capitali e riducono i costi di finanziamento delle PMI.

Prima di analizzare i benefici derivanti dalla quotazione su AIM Italia, sono da evidenziare gli effetti generali della quotazione sul mercato, tra cui: la raccolta di risorse finanziarie maggiormente diversificate per velocizzare lo sviluppo dell'azienda e diminuire la dipendenza dal sistema creditizio; l'attribuzione di maggior valore e trasparenza all'impresa, aumentando lo standing¹⁰ e la visibilità; un coinvolgimento più intenso per il management nei risultati dell'impresa.

Anche senza considerare gli incentivi alla quotazione introdotti dalle Leggi di Bilancio degli ultimi due anni, i vantaggi derivanti dalla quotazione su AIM Italia sono considerevoli e da non sottovalutare, dato che la quotazione può rappresentare una scelta strategica nel ciclo di vita di una PMI. Infatti, entrando in questo mercato, le aziende hanno modo di perfezionare i propri piani di sviluppo, rendere più solida la propria posizione competitiva all'interno del mercato e migliorare la patrimonializzazione, restan-

¹⁰ Reputazione di un soggetto o di un'azienda per quanto riguarda la solvibilità finanziaria. Cfr. Garzanti linguistica

do sempre in possesso del controllo dell'azienda e dell'autonomia decisionale nelle scelte gestionali e strategiche; più in particolare, le PMI attraverso la quotazione su AIM Italia possono:

- ottenere nuovi finanziamenti per ampliare i propri piani industriali, diversificando la composizione della compagine societaria e contemporaneamente riducendo la dipendenza di fonti finanziarie esterne;
- migliorare la *brand awareness* all'interno del mercato;
- aumentare la credibilità e visibilità dell'azienda grazie alla presenza degli investitori qualificati;
- aumentare il proprio potere contrattuale, sia nei confronti dei fornitori sia nei confronti dei clienti;
- realizzare un'organizzazione interna più strutturata in modo da attrarre nuove risorse maggiormente qualificate;
- implementare gli strumenti di controllo e previsione dei risultati economico-finanziari
- facilitare i passaggi generazionali nelle imprese a carattere familiare e permettere agli azionisti preesistenti una *way-out* dal capitale per poter realizzare i propri investimenti;
- compiere acquisizioni utilizzando le proprie azioni come moneta di scambio.

Gli effetti positivi della quotazione su AIM Italia sono confermati anche da una serie di interviste, effettuate dall'Ufficio Studi e Ricerche IR Top, a fondatori e Amministratori Delegati di alcune società presenti sul listino AIM Italia: Dino Natale, CEO di Finlogic (gruppo attivo nel settore dell'Information Technology), ha individuato come conseguenze dell'IPO sul loro business “una visibilità, per alcuni versi inaspettata, soprattutto relativamente al nostro mercato di riferimento. Attenzione particolare da parte di fornitori e clienti che si sta concretizzando con contratti di partnership strategici”; secondo Fausto Manzana, Presidente e AD del Gruppo GPI operante nel settore delle tecnologie e dei servizi per la sanità sociale, “la quotazione ha apportato risorse fresche e conferito solidità economico-finanziaria all'impresa e, grazie ad essa e agli investimenti che la accompagnano, oggi GPI ha la statura necessaria e la strategia adeguata per continuare a crescere e a rafforzarsi, in Italia e oltre confine”.

In numerose occasioni AIM Italia viene considerato un volano per la crescita e una rampa di lancio per approdare sul Mercato Telematico Azionario ma, allo stesso modo, viene riconosciuta l'eccessiva onerosità del processo di quotazione, come rilevato dalla Survey condotta da IR Top precedentemente citata: a questo proposito Samuele Mazzini, Presidente e AD di S.M.R.E. specializzata nei settori Automation e Green Mobility, esprime un giudizio positivo sull'esperienza di quotazione, sottolineando che “gli oneri legati alla quotazione non sono di poco conto ma è pur vero che la visibilità e il prestigio che abbiamo da quando siamo quotati non a niente a che vedere con il passato. La quotazione ci sta permettendo una crescita sana, equilibrata e soprattutto sostenibile nel lungo periodo in grado di creare valore per tutti i nostri azionisti”.¹¹

3.2 Evoluzione e crescita del mercato AIM Italia

IR Top Consulting presenta ogni anno, a partire dal 2013, un Osservatorio che esibisce i principali risultati raggiunti sul mercato AIM Italia e il cui fine è anche quello di diffondere presso le aziende e gli investitori un patrimonio di conoscenza in merito a regole, operatori, vantaggi, limiti e costi della quotazione.

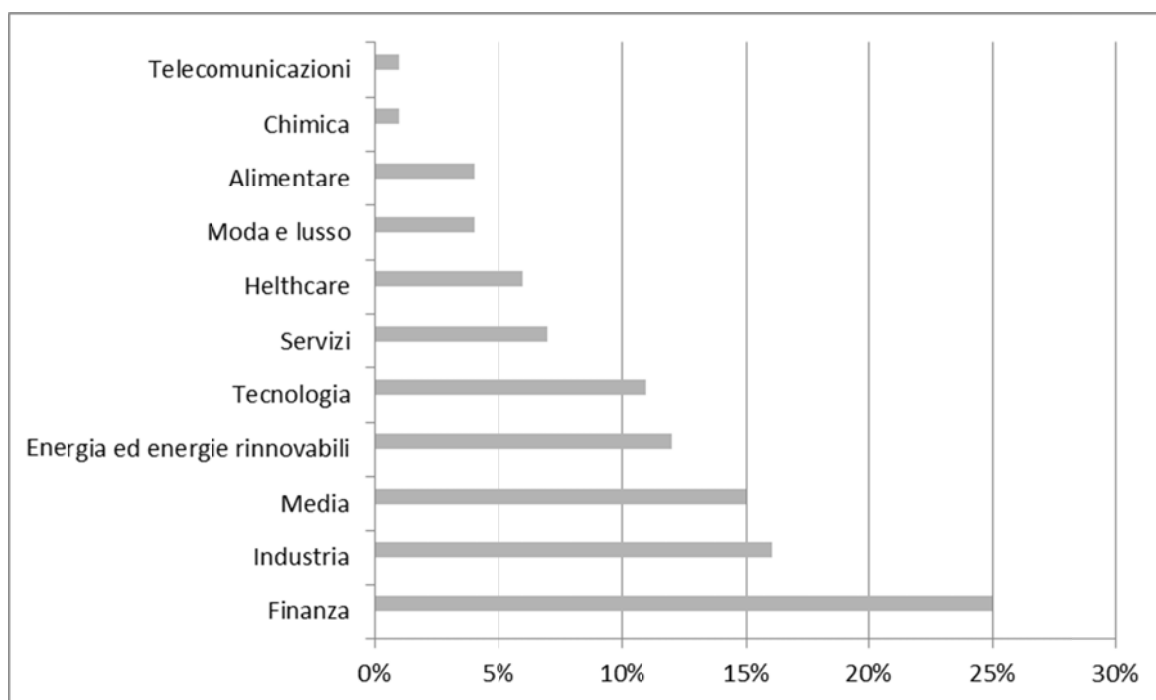
L'ultimo Osservatorio, esposto il 25 Luglio 2018 a Palazzo Mezzanotte a Milano, ha messo in luce i risultati raggiunti nel primo semestre ma ha anche presentato l'evoluzione del mercato degli ultimi cinque anni, sottolineando una crescita considerevole.

Il mercato AIM infatti è triplicato in termini quantitativi, passando da 36 società quotate nel 2013 a 108 con riferimento alla data della conferenza, e il fatturato medio di queste è di 43 milioni di Euro, mentre era di 28 milioni nel 2013; è cresciuta anche la dimensione media in termini di capitalizzazione, con un incremento del 67%. Di notevole importanza sono state le Spac, che nel quinquennio si attestano a ventidue.

Oggi inoltre il mercato AIM risulta ben diversificato, sia dal punto di vista delle imprese sia dal punto di vista degli investitori: mentre nei primi anni dalla fondazione erano prevalenti il settore Green e Digital Media, oggi possiamo contare una decina di settori, come si può evincere dal grafico sottostante.

¹¹ Tutte le risposte relative alle interviste sono tratte dal libro 'La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali del capitale' di Anna Lambiase

Grafico 3.1: Composizione settoriale per numero di società



Fonte: Elaborazioni IRTop Consulting su dati Factset, società e Borsa Italiana, giugno 2018

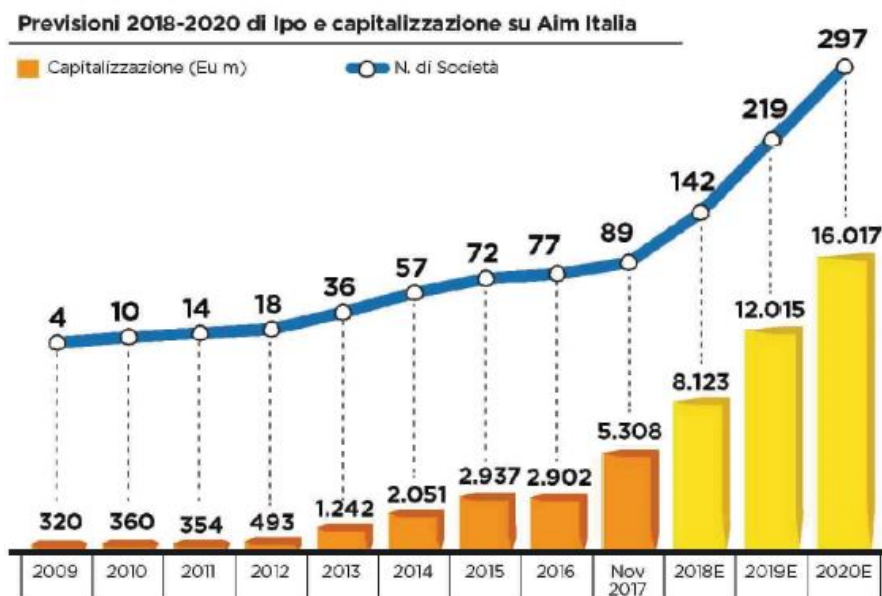
Anche il panorama degli investitori è molto vario, infatti solo il 24 % è rappresentato da investitori di nazionalità italiana mentre nella restante parte sono di nazionalità estera, soprattutto europea, ad eccezione di un 10% rappresentato da investitori dell’America settentrionale: negli ultimi cinque anni gli investitori istituzionali esteri sono passati da 63 a 101 e la loro quota di investimento è passata da 39% a 52%. Questo sottolinea come il mercato AIM Italia abbia acquisito visibilità e prestigio non solo in Italia ma anche all’estero.

Notevole è stata la crescita del mercato nell’ultimo anno e mezzo, soprattutto grazie all’introduzione di incentivi fiscali a favore sia degli investitori sia delle imprese.

Tra Luglio 2017 e Luglio 2018, trentuno quotazioni sono state portate a termine con successo (quindici nel 2017 e sedici nel 2018) e questo risultato permette di crea-

re una stima positiva relativamente allo scenario che potrebbe presentarsi nel prossimo triennio, come elaborato nel seguente grafico dall'Ufficio Studi IR Top Consulting.¹²

Grafico 3.2: Previsioni 2018-2020 di IPO e capitalizzazione su AIM Italia



Fonte: Ufficio Studi IR Top Consulting, Report AIM Insight 2020. Novembre 2017

L'elevato numero di nuove quotazioni nei primi sei mesi del 2018 sono quindi un segnale di quanto le misure legislative adottate abbiano iniziato a portare risultati tangibili per le PMI che vogliono sfruttare le potenzialità del mercato dei capitali per accelerare il proprio percorso di crescita (Anna Lambiase, 2018).

Mentre gli effetti derivanti dalla recente introduzione del credito d'imposta relativo ai costi di quotazione non sono ancora effettivamente apprezzabili, notevoli sono quelli derivanti dai piani individuali di risparmio, soprattutto sul mercato AIM Italia, i quali hanno stimolato gli imprenditori approdare sul mercato dei capitali, superando i timori spesso derivanti da pregiudizi culturali.

In primo luogo, analizzando i quattro indici di riferimento dell'universo investibile nelle MID/Small Cap è possibile evidenziare un trend più che positivo, come è visibile dalla tabella sottostante elaborata da IR Top su dati Factset al 31 Maggio 2017;

¹² I dati finora presentati in questo paragrafo sono tratti dal video 'Le principali evidenze : risultati, liquidità e governance. La quotazione su AIM Italia' che mostra lo streaming della conferenza relativa all'Osservatorio AIM Italia 2018

da questa si può notare come l'indice relativo al mercato AIM Italia sia quello che ha registrato il maggior miglioramento rispetto all'anno precedente.

Tabella 3.1: PIR: trend indici di riferimento universo investibile MID/Small Cap

Indice	YTD	2016
FTSE MID Cap	+25%	-8%
FTSE STAR	+30%	+4%
FTSE Small Cap	+27%	-4%
FTSE AIM Italia	+23%	-16%

Fonte: La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali del capitale. Anna Lambiase, 2018

Inoltre sul mercato AIM Italia nei primi cinque mesi del 2017, dopo l'introduzione dei PIR, il 76% delle società ha registrato una performance positiva pari in media a +63% ed è stata evidenziata una crescita del controvalore medio giornaliero che è passato da una media giornaliera di Euro 24.000 a Euro 84.000, segnando una crescita superiore rispetto al mercato telematico azionario (+257% vs +57%).

Sono numerosi quindi i dati che sostengono come il mercato AIM si sia sviluppato dalla sua nascita e come esso possa essere di sostegno alla crescita delle imprese che decidono di quotarsi in questo mercato.

4. CONCLUSIONI

CONCLUSIONI

Ad oggi, la struttura produttiva italiana riconosce un ruolo fondamentale alle piccole e medie imprese, le quali non solo costituiscono l'ossatura del nostro sistema produttivo, ma forniscono anche un posto di lavoro a quasi l'80% degli addetti delle imprese italiane.

È chiaro quindi come questa tipologia di imprese necessiti del giusto sostegno per coltivare il proprio sviluppo e la propria crescita e, come è stato mostrato in questo elaborato, il mercato AIM Italia può rappresentare il giusto strumento per migliorare la propria performance, crescere in termini dimensionali, pur restando all'interno della categoria, e riuscire ad ottenere risorse finanziarie senza dipendere dal credito bancario.

Le recenti disposizioni inserite nelle Leggi di Bilancio degli ultimi due anni hanno stimolato sempre di più le imprese a quotarsi, fiduciose del fatto di poter trovare sul mercato investitori professionali e di poter contare su uno "sconto" sui costi relativi alle spese sostenute per il processo di quotazione.

Tuttavia si ritiene che la scarsa propensione alla quotazione delle piccole e medie imprese italiane sia dovuta, più che alla prevalenza di benefici connessi con la "non ammissione" in borsa, ad altri fattori anche di carattere culturale, probabilmente legati al pregiudizio sui costi complessivi dell'apparato regolamentare che disciplina la quotazione in borsa. Infatti secondo uno studio della Consob pubblicato lo scorso settembre, la scelta degli imprenditori a non intraprendere il percorso di quotazione sarebbe dovuta in modo particolare alla loro percezione di un sistema normativo e regolamentare eccessivamente gravoso.

È evidente però che tutto l'insieme di agevolazioni e modifiche ai regolamenti apportate negli ultimi anni sono sintono di una maggiore sensibilizzazione del legislatore italiano e del Governo nei confronti della ricerca di fonti di finanziamento da parte delle imprese: in tal modo potrà essere favorito il passaggio a un sistema di finanziamento proporzionato tra debito bancario e raccolta diretta sul mercato azionario. Tutto ciò però richiede ulteriori interventi per semplificare l'insieme di discipline che regola

la quotazione in borsa e, in generale, la raccolta di risorse tramite l'emissione di strumenti finanziari.

Come è stato presentato in questo elaborato, e sottolineato in modo particolare nel terzo capitolo, AIM Italia quindi rappresenta un utile canale per le piccole e medie imprese non solo per diversificare le proprie fonti di finanziamento, ma anche per ampliare la propria conoscenza all'interno del settore e del mercato.

È auspicabile quindi che gli imprenditori comprendano in misura sempre maggiore quanto la quotazione in Borsa, e specialmente sull'Alternative Investment Market, sia una scelta ottima nel ciclo di vita di una piccola e media impresa, consapevoli del fatto che sono presenti numerose misure a sostegno del percorso di quotazione e che le ultime agevolazioni in materia fiscale sono finalizzate proprio a supportare la loro crescita.¹³

¹³ Il presente elaborato finale è composto da 8.816 parole

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

BIBLIOGRAFIA E WEBGRAFIA

Libri, articoli e conferenze

BERTOLETTI F., 2014. *Le small cap e la raccolta di capitale di rischio. Opportunità per il professionista. Tra IPO e Private Equity: l'esperienza SPAC.*

Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/materiale-convegni/relazione-dott-bertoletti.pdf>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2018. *La quotazione sul mercato AIM Italia: un'opportunità di crescita per le PMI.*

Disponibile su: <http://www.upi.pr.it/docs/UPI/4/20180410-Tavano.pdf>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2018. *PMI, nuovi incentivi alla quotazione. La legge di Bilancio 2018 mette a disposizione 80 milioni di euro in 3 anni.*

Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/strumenti/pmi-incentivi-quotazione.htm>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2018. *AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale. Regolamento Emittenti.*

Disponibile su:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/aimitalia/emittenti03012018senzaevidenza.pdf>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2017. *Corrispettivi di ammissione e quotazione.*

Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/comequotarsi/listing-fees/listingfees160108.pdf>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2016. *AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale. Regolamento Nominated Adviser.*

Disponibile su:

https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/aimitalia/regnomad_pdf.htm

BORSA ITALIANA S.P.A., 2017. *Avviso n. 20406 del 3 Novembre 2017. Modifiche al Regolamento AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale.*

Disponibile

su:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/aimitalia/aimitalia.htm>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2013. *AIM Italia. Il mercato per fare impresa.*

Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/brochureaimitalia.pdf>

BORSA ITALIANA S.P.A., 2013. Documento tecnico programmatico del gruppo di lavoro del progetto “PiùBorsa”

Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/piu-borsa/progetto/progetto.htm>

CAVALLI M., 2018. *Piccole imprese, grandi successi in Borsa.* Panorama, settimanale d'opinione: Milano, pag. 14-15

Disponibile su: http://aimnews.it/wp-content/uploads/2014/06/7-Rassegna-Stampa-IRTOP-26_07_2018.pdf

CELLINO M., 2018. *Tre Ipo in tre giorni, matricole con il turbo: la nuova (e insperata) primavera dell'Aim.* Il Sole 24 Ore [online]

Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-07-12/tre-ipo-tre-giorni-matricole-il-turbo-nuova-e-insperata-primavera-dell-aim-204934.shtml?uuid=AEeI7uKF>

CONFARTIGIANATO IMPRESE, 2017. *Italia al top nel G7 per peso della piccola impresa, ma all'ultimo posto per condizioni di contesto. Pesa burocrazia fiscale e tempi della giustizia. Effetti positivi da Industria 4.0: secondi dietro agli Usa per crescita Investimenti/PIL.*

Disponibile su: <https://www.confartigianato.it/2017/05/studi-italia-al-top-nel-g7-per-peso-della-piccola-impresa-ma-allultimo-posto-per-condizioni-di-contesto-pesa-burocrazia-fiscale-e-tempi-della-justizia-effetti-positivi-da-industria-4-0-second/>

CONFARTIGIANATO IMPRESE, 2018. *Nelle PMI italiane il 78,7% degli addetti delle imprese, superiore al 69,4% dell'UE. Maggiore peso delle PMI a Bolzano, Veneto, Lombardia e Marche.*

Disponibile su: <https://www.confartigianato.it/2018/02/studi-nelle-pmi-italiane-il-787-degli-addetti-delle-imprese-superiore-al-694-dellue-maggiore-peso-delle-pmi-a-bolzano-veneto-lombardia-e-marche/>

Decreto interministeriale 23 aprile 2018. *Modalità e criteri di concessione del credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI.*

Disponibile su: <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/DM-credito-imposta-quotazione-PMI-con-ALLEGATI.pdf>

Decreto ministeriale 18 aprile 2005. *Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese.*

Disponibile su: <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/d.m.-18-aprile-2005.pdf>

GIORDANO L., MODENA M., 2017. *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane.*

Disponibile su: <http://www.consob.it/documents/11973/219968/dp7.pdf/fe76dbcd-baac-4bc4-a4d7-357b71d0ba3f>

INCORVATI L., 2018. *Aim Italia, in cinque anni mercato triplicato*. Il Sole 24 Ore [online]

Disponibile su: http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-07-25/aim-italia-cinque-anni-mercato-triplicato-114402_PRV.shtml?uuid=AEegz9RF

IR TOP CONSULTING, 2018. *Le principali evidenze: risultati, liquidità e governance. La quotazione su AIM Italia*. Miano, 25 luglio 2018.

Disponibile su: <https://www.youtube.com/watch?v=LqdTrG2G5aw>

IR TOP CONSULTING, 2018. *Bonus quotazione: il Decreto attuativo sul Credito d'imposta*.

Disponibile su: <http://aimnews.it/wp-content/uploads/2018/05/BONUS-QUOTAZIONE.pdf>

IR TOP CONSULTING, 2018. *Ir Top: Novità finanziaria 2018, credito d'imposta sul 50% dei costi di quotazione su AIM*.

Disponibile su: <http://aimnews.it/wp-content/uploads/2014/06/IR-Top-CS-3-gen.-2018.pdf>

IR TOP CONSULTING, 2017. *Ir Top: detassazione dei rendimenti e detrazione fiscale del 30%, ecco perché conviene fare un "PIR" su AIM Italia*.

Disponibile su: <http://aimnews.it/wp-content/uploads/2017/01/IR-Top-CS-PIR-AIM-ITALIA-UFFICIO-STUDI.pdf>

IR TOP CONSULTING, 2017. *Ir Top: dopo i PIR il governo propone incentivi fiscali per le PMI che si quotano su AIM Italia*.

Disponibile su: <http://aimnews.it/wp-content/uploads/2014/06/2017-10-24-IR-Top-DDL-BILANCIO-2018.pdf>

LAMBIASE A., 2018. *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*. Milano, Franco Angeli s.r.l.

LEGGE 11 dicembre 2016, n.232. Legge di bilancio 2017

Disponibile su: <http://www.camera.it/temiap/2016/12/23/OCD177-2628.pdf>

LEGGE 27 dicembre 2017, n. 205. Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020.

Disponibile su: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/2017/12/29/302/so/62/sg/pdf>

LOVELLS, 2009. *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia*.

Disponibile su: http://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf

MANDURINO K., 2017. *Più aziende in borsa grazie alle Spac*. Il Sole 24 Ore [online]

Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-07-21/piu-aziende-borsa-grazie-spac-063955.shtml?uuid=AE5Ix10B>

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2017. *Finanza per la crescita. Un piano per aumentare il credito e fare crescere le imprese.*

Disponibile su: http://www.mef.gov.it/farsiunidea/booklet/Finanza_Crescita.pdf

PMI CAPITAL, 2017. *Il processo di quotazione su AIM Italia.*

Disponibile su: http://www.pmicapital.it/bundles/pmicapitalmain/doc/pmi_capital-processo%20di%20IPO.PDF

POMPADIN DIMAI L., DALLOCCHIO M., 2017. *Mercato AIM e PIR: opportunità concrete per le PMI e i professionisti.* Il commercialista veneto, numero 240, pag. 5-7

Disponibile su: https://www.commercialistaveneto.org/it/wp-content/uploads/2018/03/cv_240.pdf

PONS G., 2016. *Piazza Affari, è l'ora della Spac: meno costose e più sicure di un'Ipo.* Repubblica [online]

Disponibile su: http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/10/31/news/piazza_affari_lora_delle_spac_meno_costose_e_pi_sicure_di_unipo-151056378/

SACCO GINEVRI A., PEZZULO G. F., 2018. *Appunti sulle "Special Purpose Acquisition Companies" ("SPAC").*

Disponibile su: http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/sacco_ginevri_a_e_pezzullo_g.f.appunti_sulle_special_purpose_acquisition_companies_spac_2018.pdf

Webgrafia

<https://www.borsaitaliana.it> (sito ufficiale Borsa Italiana)

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html> (il Glossario Finanziario di Borsa Italiana S.p.A., il dizionario on-line di termini finanziari)

<http://www.ilsole24ore.com> (sito ufficiale de Il sole 24 Ore)

<http://www.aim-italia.it> (sito informativo per il mercato AIM Italia)

<http://aimnews.it> (sito ufficiale dell'information provider di riferimento per AIM Italia)

<http://www.consob.it/> (sito ufficiale della Consob)