



REPUBBLICA
FONDAZIONE DI CULTURA POLITICA



Time for growth.
Favorire la quotazione in borsa

Milano, 10 dicembre 2012

Abstract

Le piccole e medie imprese rappresentano una parte fondamentale della struttura economica italiana ma sono scarsamente presenti in borsa. Tale fenomeno è presente anche in altri Paesi, ma nel caso italiano assume proporzioni molto più rilevanti. Il presente lavoro vuole indagare i motivi che disincentivano l'accesso delle aziende alla borsa e proporre possibili interventi per risolvere tale market failure. La prima parte del lavoro descrive il punto di vista delle imprese, attraverso i risultati di un'analisi empirica compiuta presso le aziende italiane quotate e non quotate. La seconda parte sviluppa il punto di vista degli intermediari finanziari in merito agli ostacoli che si frappongono ad una più consistente presenza sul mercato azionario italiano delle piccole e medie imprese. La terza parte propone un'analisi delle principali esperienze estere di successo nel promuovere la partecipazione del pubblico al capitale delle aziende. La quarta e ultima sezione presenta venti proposte, elaborate sulla base delle analisi precedentemente svolta, per favorire la quotazione in borsa delle aziende italiane.

Indice

Premessa	7
Introduzione.....	9
1 Il punto di vista delle imprese	13
1.1 L'analisi empirica del caso italiano: i risultati del questionario	13
1.1.1 <i>Imprese non quotate e non interessate alla quotazione</i>	20
1.1.2 <i>Imprese non quotate ma interessate a quotarsi</i>	24
1.1.3 <i>Imprese quotate</i>	28
1.1.4 <i>Le imprese delistate</i>	32
1.1.5 <i>Considerazioni conclusive sui risultati del questionario</i>	33
1.2 Il confronto con alcune recenti analisi empiriche.....	35
1.3 Il punto di vista delle associazioni di categoria.....	37
2 Il punto di vista degli istituti finanziari.....	39
2.1 Il contesto	39
2.2 L'offerta di mercato: le aziende	42
2.2.1 <i>I timori di perdita di controllo</i>	42
2.2.2 <i>La limitata predisposizione al mercato delle imprese</i>	44
2.2.3 <i>L'inadeguata dimensione aziendale</i>	45
2.3 Il percorso di avvicinamento delle aziende al mercato mobiliare.....	46
2.4 Gli strumenti del percorso di avvicinamento	47
2.4.1 <i>La logica del club deal</i>	47
2.4.2 <i>Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)</i>	48
2.4.3 <i>I corporate bonds</i>	49
2.4.4 <i>L'affinamento del segmento STAR</i>	50
2.4.5 <i>Progetti di formazione culturale e accelerazione delle dinamiche di crescita: il caso Elite</i>	51
2.5 Il ruolo degli intermediari finanziari nel percorso di avvicinamento e mantenimento della quotazione.....	52
2.6 La domanda di mercato: gli investitori.....	53
2.6.1 <i>Il Fondo dei Fondi</i>	54
2.7 Incentivi fiscali e moral suasion	58
2.8 Reti di impresa e distretti. Quale ruolo nella quotazione?	61
2.9 Sviluppare la domanda: Il ruolo delle SIIQ.....	63
- va facilitata la permeabilità di investimento tra Fondi immobiliari e Siiq mediante l'inclusione degli investimenti in Fondi immobiliari nell'ambito della gestione esente delle Siiq.	64
2.10 I costi di quotazione e di compliance	65
2.10.1 <i>Il prospetto informativo</i>	67
3 La quotazione delle PMI nell'esperienza di alcuni mercati esteri (Brasile, Francia, Germania, Polonia, Regno Unito, Stati Uniti).....	70
3.1 I segmenti dedicati alle PMI, minimi di capitalizzazione e di flottante	71
3.1.1 <i>Francia</i>	72
3.1.2 <i>Regno Unito</i>	74
3.1.3 <i>Stati Uniti</i> :	75
3.1.4 <i>Altri mercati europei</i>	76
3.2 Il costo globale di quotazione e il costo annuale per essere quotati	77
3.3 La possibilità di quotare le obbligazioni di società non quotate	80

3.4	Le motivazioni e gli ostacoli per la quotazione	81
3.5	Il delisting: motivazioni, procedure e costi	82
3.6	La relazione tra semplificazione delle procedure di quotazione e rischio di comportamenti fraudolenti	83
3.7	L'impatto del credit crunch nel futuro delle quotazioni in Borsa.....	84
3.8	Confronto tra le best practice internazionali	85
4.	Proposte per favorire la quotazione delle PMI.....	91
	Ringraziamenti.....	103
	Bibliografia.....	105

Premessa

Le Fondazioni Astrid e ResPublica sono da tempo impegnate nell'elaborazione di studi e proposte per promuovere l'uscita dalla recessione, la ripresa della crescita e lo sviluppo delle imprese e del Paese, tema cruciale nell'attuale situazione economica finanziaria.

Migliorare la patrimonializzazione, favorire la modernizzazione e la trasparenza della gestione aziendale, garantire una maggiore credibilità sui mercati esteri sono gli obiettivi che si pone la ricerca *“Time for growth. Favorire la quotazione in borsa”*.

L'evoluzione del sistema finanziario porta a condizioni di rarefazione del credito e di aumento del costo del finanziamento bancario. Negli ultimi anni si è assistito alla continua riduzione del capitale di rischio e a una notevole de-equitization delle imprese quotate. Ciò è confermato dai dati 2011, che registrano un saldo negativo di borsa di 270 miliardi (quanto è entrato e quanto è uscito dal 1999 ad oggi) e una capitalizzazione al 30 settembre 2012 di soli 343 miliardi rispetto ai 790 miliardi nel 2000.

Il mercato azionario italiano non assolve più alla sua funzione primaria di convogliare il risparmio per finanziare lo sviluppo delle imprese.

Obiettivo della ricerca è stato di elaborare proposte concrete e innovative per semplificare e rendere più efficienti le procedure di quotazione e gli obblighi di compliance, offrendo alle imprese, in particolare quelle di media dimensione, una reale alternativa al finanziamento bancario nell'arena competitiva di un mondo globalizzato.

Nonostante le difficoltà economiche del momento, noi continuiamo a credere nella vitalità del nostro sistema economico e nella vivacità del mercato azionario. La quotazione in borsa può divenire un percorso molto utile soprattutto per le imprese che prevedono una crescita e uno sviluppo significativo. Garantisce inoltre credibilità sui mercati esteri presso i grandi clienti, presso i possibili partner in joint venture locali, e presso i possibili investitori esteri.

Per il Paese è necessario altresì favorire gli investitori esteri e in particolare i “long term investors”. A questi investitori la quotazione in borsa garantisce non solo la trasparenza dei risultati aziendali, ma soprattutto garantisce la possibilità di uscita dopo un termine di investimento abbastanza lungo.

La ricerca ha avuto il patrocinio della Commissione Consob e si è sviluppata su tre differenti moduli:

1. Una survey sulla quotazione nel mercato mobiliare italiano elaborata attraverso la trasmissione di un questionario alle principali società quotate e non quotate (1.000 imprese);
2. Una ricerca sulla quotazione nelle principali Borse del mondo. Il lavoro esamina le best practice estere sui costi di quotazione, sul quadro normativo di riferimento e sulle proposte emergenti per favorire le PMI.

3. Una indagine in tema di quotazione in borsa presso le principali istituzioni finanziarie che operano nel mercato italiano.

Il nostro auspicio è che questa ricerca porti non solo a favorire la quotazione di borsa, ma contribuisca ad affrontare un cambiamento di mentalità e cultura nelle imprese italiane per garantire uno sviluppo sostenibile nel tempo e per adeguare le loro capacità manageriali a gestire il confronto con le sfide della competizione globale.

Franco Bassanini



Presidente Fondazione Astrid

Eugenio Belloni



Presidente Fondazione ResPublica

Introduzione

Il tema del dimensionamento del capitale proprio e dell'apertura al mercato finanziario delle imprese italiane è dibattuto da almeno trenta anni nel nostro Paese. Diversi interventi sono stati realizzati negli anni al fine di avvicinare le imprese al mercato dei capitali, ma i risultati spesso sono apparsi insoddisfacenti.

In particolare, sono le piccole e medie imprese, parte fondamentale della struttura economica italiana, a mantenere le distanze dal mercato finanziario. Tale fenomeno è presente anche in altri Paesi, ma nel caso italiano assume proporzioni molto più rilevanti.

Il ruolo attivo e prodromico giocato dal sistema finanziario a vantaggio dello sviluppo delle imprese e dell'economia è peraltro un dato ben noto e consolidato nella letteratura economico-finanziaria internazionale¹. Paesi dotati di sistemi finanziari più sviluppati, in cui i circuiti diretti, e tra questi la borsa, assumono un peso maggiore, facilitano una maggiore competitività internazionale delle proprie imprese ed aumentano gli investimenti in settori più innovativi ed in crescita, abbandonando i settori maturi.

Nell'ambito della strategia dell'Unione Europea (UE) dedicata alla competitività "Europe 2020", la Commissione europea² ha evidenziato come in Italia, negli ultimi mesi si è aggravata la situazione dell'accesso al finanziamento per le piccole e medie imprese (PMI).

Il Governo è recentemente intervenuto in questo ambito ed infatti il c.d. Decreto Sviluppo 2012³ contempla l'intervento per la "Apertura al mercato dei capitali per le società non quotate". L'intervento è volto ad ampliare le opportunità di ricorso al mercato del debito per le società italiane non quotate, anche di media e piccola dimensione (a esclusione delle micro imprese⁴), mediante l'emissione di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e a medio lungo termine (obbligazioni e titoli simili, obbligazioni partecipative subordinate), con il supporto di *sponsor* che assistono gli emittenti e fungono da *market maker* garantendo la liquidità dei titoli.

¹ Si vedano ad esempio Beck (2001) e Wurgel (2000).

² Raccomandazione della Commissione Europea sul programma nazionale di riforma 2012 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2015. Documento COM (2012) 318 del 5 giugno 2012.

³ Decreto Legge 22.06.2012 n° 83 , G.U. 26.06.2012

⁴ Una microimpresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro.

Inoltre, la riduzione fiscale per il nuovo capitale societario introdotta dal Governo⁵ dovrebbe incoraggiare le imprese, comprese le PMI, ad aumentare la loro base di capitale, e allo stesso tempo superare la distorsione del sistema fiscale a favore del debito nel finanziamento degli investimenti (ossia nei confronti del capitale proprio).

Tuttavia, nel complesso, lo sviluppo di opzioni di finanziamento per le imprese alternative al canale bancario rimane insufficiente.

L'attuale situazione economico-finanziaria rende ancora più urgente una soluzione della *market failure* italiana: è necessario individuare misure effettive ed efficaci per favorire l'accesso al mercato mobiliare da parte delle nostre imprese. La minore disponibilità ed il maggior costo delle risorse finanziarie offerte dal sistema bancario in conseguenza della crisi finanziaria tenderanno a mantenersi tali anche nel prossimo futuro. Tale previsione deriva sia dalla scarsa possibilità di un sensibile miglioramento del contesto economico generale in tempi rapidi che dall'attesa di entrata in vigore delle nuove normative sulla capitalizzazione delle banche (Basilea 3).

Del resto, la disponibilità di capitali è un tema che tutti i grandi Paesi stanno affrontando. A titolo di esempio si riporta che la francese CDC e la tedesca KfW stanno seguendo l'esempio della nostra Cassa Depositi e Prestiti al fine di mettere a disposizione risorse per il finanziamento e la capitalizzazione delle imprese. Altre recenti iniziative, volte a favorire la raccolta di capitali presso il pubblico, sono state intraprese negli Stati Uniti (JOBS Act, aprile 2012). Nella stessa primavera 2012 NYSE Euronext, il mercato azionario paneuropeo, ha avviato una *task force* strategica per favorire l'accesso alla borsa delle piccole e medie imprese. La Borsa è uno dei canali che può maggiormente favorire la patrimonializzazione e la crescita delle PMI, specialmente in una situazione di limitato accesso ai finanziamenti e alle linee di credito bancarie.

Per questo motivo, è ora quanto mai necessario aprire la strada del mercato mobiliare italiano alle nostre imprese, semplificando le procedure di quotazione e *compliance*, evitando di penalizzare le imprese quotate con eccessi regolamentari ed introducendo, eventualmente, sistemi di incentivazione per gli investitori.

Nel 2011 in Italia vi sono state solo otto IPO (una sola sul mercato principale, cioè MTA, 4 su AIM e 3 al MAC)⁶; un risultato poco brillante soprattutto se confrontato con le 216 IPO della Germania, le 204 della Polonia, le 162 della Gran Bretagna, o anche solo le 45 di Euronext⁷. Al 31 dicembre 2011 il numero delle società quotate sul MTA era pari a 261, per una capitalizzazione delle imprese quotate rispetto al PIL pari al 21%. Tali

⁵ L'art. 1 del decreto legge n. 201 del 6 dicembre 2011, convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, ha introdotto una norma nel nostro ordinamento che vuole essere una misura finalizzata al riequilibrio fiscale delle forme di finanziamento delle imprese. La norma, denominata "Aiuto alla Crescita Economica" (ACE), nel prendere atto dello squilibrio tuttora esistente fra un finanziamento con capitale di debito e con capitale proprio, introduce un beneficio che si sostanzia in una deduzione dal reddito imponibile del rendimento figurativo degli apporti di capitale.

⁶ Fonte: Relazione Consob per l'anno 2011.

⁷ Fonte: World Federation of Exchanges.

valori appaiono in diminuzione rispetto agli anni passati e molto distanti da quelli registrati in altri Paesi, pur ugualmente caratterizzati da sistemi finanziari bancocentrici.

Nella media dell'Eurozona⁸, la percentuale degli strumenti di finanziamento diretto sui mercati (obbligazioni e azioni quotate) sul complesso delle risorse finanziarie utilizzate dalle imprese è pari a meno della metà di quanto si registra per i prestiti, mentre le due fonti di finanziamento tendono ad equivalersi nell'esperienza britannica. All'interno di questa caratterizzazione, estrema risulta la situazione italiana in cui la somma di obbligazioni e azioni quotate supera nel 2008 appena il 12% delle passività totali, contro un valore prossimo al 50% per i prestiti. Il rapporto tra debito e patrimonio delle imprese è oltre il 104%, e circa il 50% degli impegni è a breve termine, mentre il capitale di rischio rappresenta circa il 16% del patrimonio.

In forza di tutti i fattori sopra elencati si è dunque ritenuto importante avviare un processo di confronto che comprendesse tutti i principali attori coinvolti in una IPO (imprese, intermediari, mercati, investitori) al fine di offrire spunti operativi utili al tavolo di lavoro già avviato da Consob sul tema (*"Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori"*). Il presente documento riassume i vari contributi raccolti fino a questo momento dalle diverse controparti e sulla base degli stessi propone alcune prime misure concrete utili a favorire una riduzione delle barriere culturali, regolamentari ed economiche che disincentivano le imprese italiane a quotarsi in Borsa.

Il presente documento è il risultato dell'attività di ricerca realizzata da Astrid e Res Publica in collaborazione con le imprese, le Associazioni di categoria, gli intermediari finanziari italiani ed esteri, gli studi legali, Consob e Borsa Italiana. La prima parte del lavoro riporta i risultati dell'analisi empirica compiuta attraverso la trasmissione di un questionario alle imprese italiane quotate e non quotate. La seconda parte sviluppa il punto di vista degli intermediari finanziari in merito agli ostacoli che si frappongono ad una più consistente presenza sul mercato azionario italiano delle piccole e medie imprese. La terza parte propone un'analisi delle principali esperienze estere di successo nel promuovere la partecipazione del pubblico al capitale delle aziende. La quarta e ultima sezione presenta venti proposte, elaborate sulla base delle analisi precedentemente svolta, per favorire la quotazione in borsa delle aziende italiane.

⁸ Fonte: ABI su dati Eurostat

1 Il punto di vista delle imprese

Le imprese rappresentano il principale protagonista delle operazioni di IPO e dunque la nostra analisi non poteva che partire dalla verifica di cosa pensano le aziende italiane della quotazione in borsa. Tale verifica è stata realizzata attraverso un'analisi empirica basata su un questionario erogato alle imprese. I risultati ottenuti sono stati analizzati e commentati, ottenendo indicazioni preziose per indirizzare le possibili misure di incentivo alla quotazione. I risultati sono stati inoltre confrontati con le precedenti evidenze empiriche disponibili, ottenendo segnali di rinforzo rispetto ad alcuni possibili interventi di *policy*. Interviste condotte sul campo con le associazioni di categoria hanno infine permesso di raccogliere alcune impressioni qualitative che danno evidenza dell'estrema criticità dei temi legati all'apertura del capitale e alla quotazione delle PMI italiane.

1.1 L'analisi empirica del caso italiano: i risultati del questionario

Le ricerche fino ad oggi realizzate su vantaggi e svantaggi della quotazione in Italia⁹ sono state prevalentemente condotte interpellando in proposito le imprese quotate, data la maggiore facilità di contatto con le medesime. Tuttavia è evidente che il parere espresso dalle sole quotate non permette di comprendere a pieno il perché molte imprese italiane non si avvicinano alla borsa.

In questa sede si è quindi cercato di realizzare uno sforzo ulteriore, raccogliendo le istanze non solo delle aziende quotate ma anche delle imprese che non sono presenti in borsa (e in molti casi non hanno interesse ad esserlo) pur presentandone le potenzialità.

L'opinione delle aziende italiane sul tema della quotazione in Borsa è stata quindi sondata attraverso l'erogazione di un questionario *on-line*, composto da sei sezioni, focalizzate sulle caratteristiche aziendali e sul tipo di relazione in essere con il mercato azionario.

Il questionario è stato indirizzato a 1.000 imprese, selezionate in base a criteri dimensionali minimi e parametri di redditività ipotizzati adeguati per permettere un eventuale accesso al mercato. Le risposte pervenute sono state 95, da cui un tasso di risposta del 9,5%¹⁰. Il campione delle imprese rispondenti è composto da 80 imprese

⁹ Tra le più recenti si veda Caccavaio *et al*, Luiss 2012

¹⁰ Anche sulla base di esperienze precedenti, il tasso di *redemption* appare attendibile rispetto alle attese.

non quotate e 15 quotate. Le imprese appartenenti al primo gruppo, quelle non quotate, potevano poi auto-selezionare la propria appartenenza ad uno specifico sottogruppo tra:

- Imprese non quotate e non interessate alla quotazione (numero risposte: 53)
- Imprese non quotate ma interessate alla quotazione (11)
- Imprese delistate (3)

In termini dimensionali le imprese rispondenti presentano valori di fatturato (figura 1) e di occupati (figura 2) piuttosto variegati, suffragando la validità dei risultati raccolti in quanto a rappresentatività dell'ampio universo imprenditoriale italiano.

Complessivamente prevalgono le imprese di dimensione medio-piccola: le aziende aventi un fatturato fino a 250 milioni rappresentano infatti il 69% del campione. Similmente le imprese con un numero di dipendenti inferiore a 500 rappresentano il 65% del totale. Anche questi dati sono coerenti con l'intento conoscitivo dell'analisi, mirata in particolare a comprendere il comportamento delle imprese non quotate, che in Italia sono soprattutto quelle di piccola e media dimensione.

Anche la composizione settoriale appare piuttosto ampia, articolandosi su oltre 56 settori definiti in base alla classificazione ATECO. L'età media delle aziende rispondenti è di 47 anni.

Quanto alla forma societaria, l'89% delle imprese rispondenti sono Spa mentre il 9% sono Srl; a queste si aggiungono una società in accomandita e una cooperativa.

In termini di struttura societaria (figura 3) il 50% dei casi è costituito da imprese capogruppo, il 29% dei casi da controllate e nel rimanente 21% da imprese non facenti riferimenti a gruppi. Nel 40% dei casi il controllo è concentrato nelle mani di un solo socio (figura 4), e nel 31% concentrato presso i membri di una stessa famiglia. In un'azienda su quattro la presenza di patti parasociali consolida l'assetto di *governance*.

Figura 1 - Ripartizione dimensionale del campione per classi di fatturato

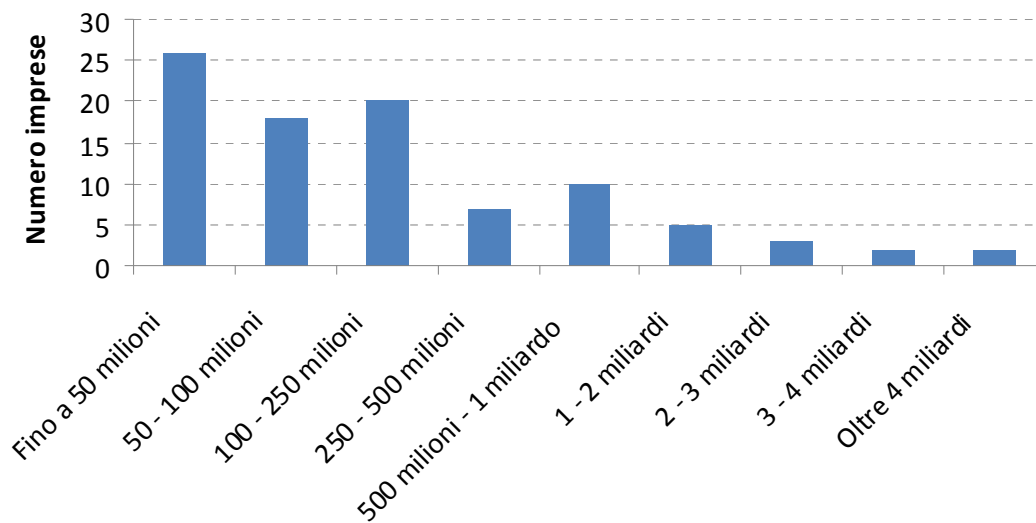
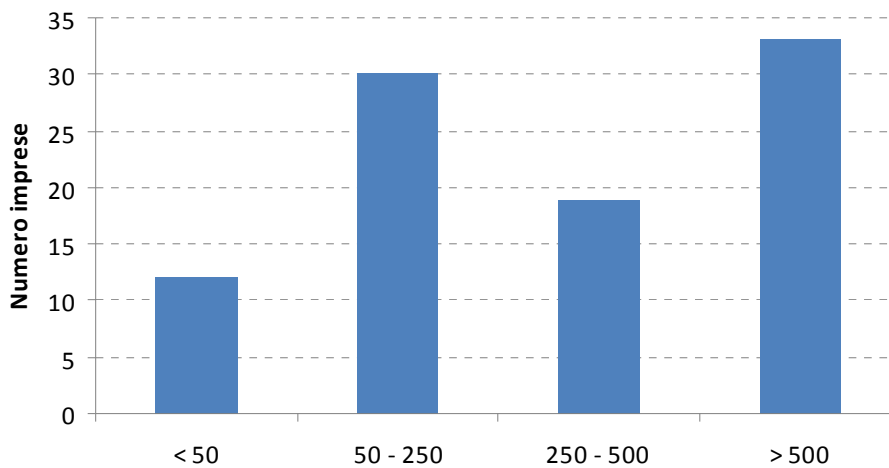


Figura 2 - Ripartizione dimensionale del campione per numero dipendenti



Dal punto di vista finanziario, le imprese rispondenti presentano, nella maggior parte dei casi, un rapporto tra debito e patrimonio inferiore al 20% (figura 5), con un costo medio dello stesso inferiore al 5% in oltre il 64% dei casi. La componente a breve termine del debito tende ad essere abbastanza contenuta (figura 6), così come l'incidenza di finanziamenti dei soci sul totale del patrimonio netto, che in oltre il 54% dei casi è inferiore al 10%. Le fonti di debito non bancario (figura 7) sono rappresentate soprattutto dai debiti verso fornitori. Tra le forme di finanziamento non a titolo di debito spicca invece l'autofinanziamento (figura 8). Tra le operazioni finanziarie più frequentemente concluse negli ultimi sette anni si registrano *merger and acquisition (M&A)* e *factoring* (figura 11).

Figura 3 - Struttura societaria

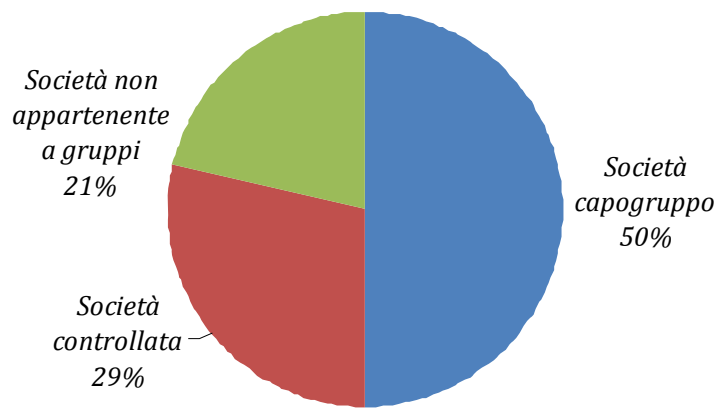


Figura 4 - Struttura di controllo

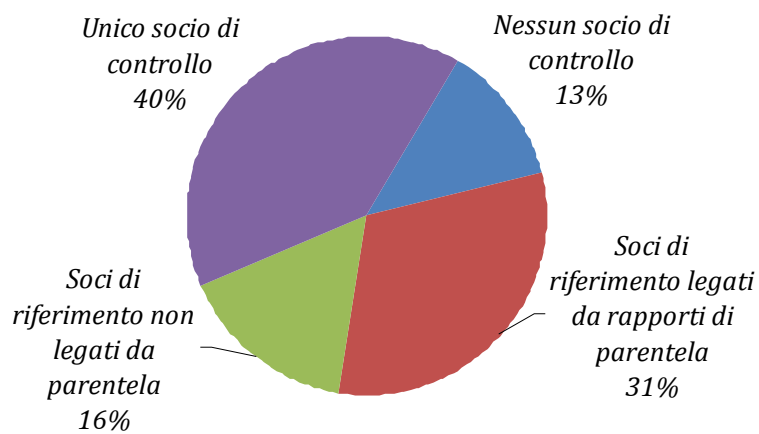
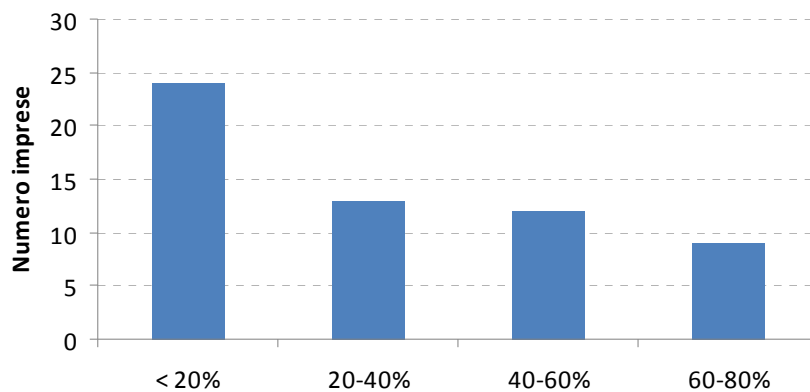


Figura 5 - Indebitamento delle imprese rispondenti (Debito bancario/Patrimonio Netto)



**Figura 6 - Incidenza del debito a breve sul totale del debito
(Debito a breve/Debito totale)**

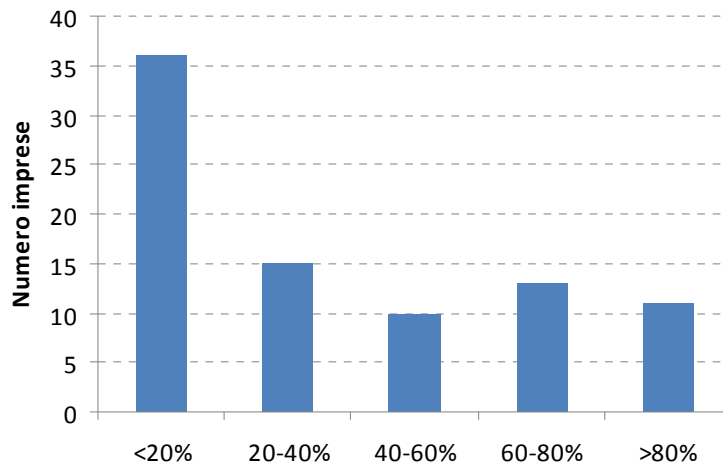


Figura 7 - Le fonti di debito non bancario

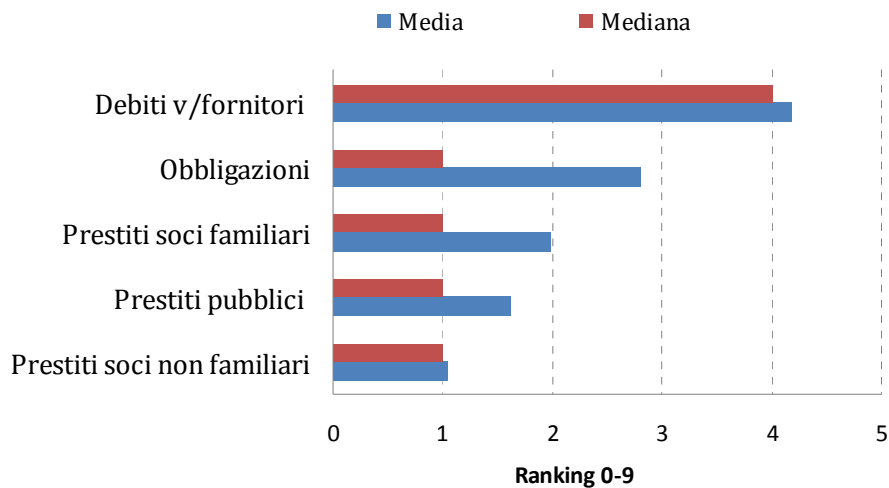


Figura 8 - Altri apporti finanziari non rappresentati da debito

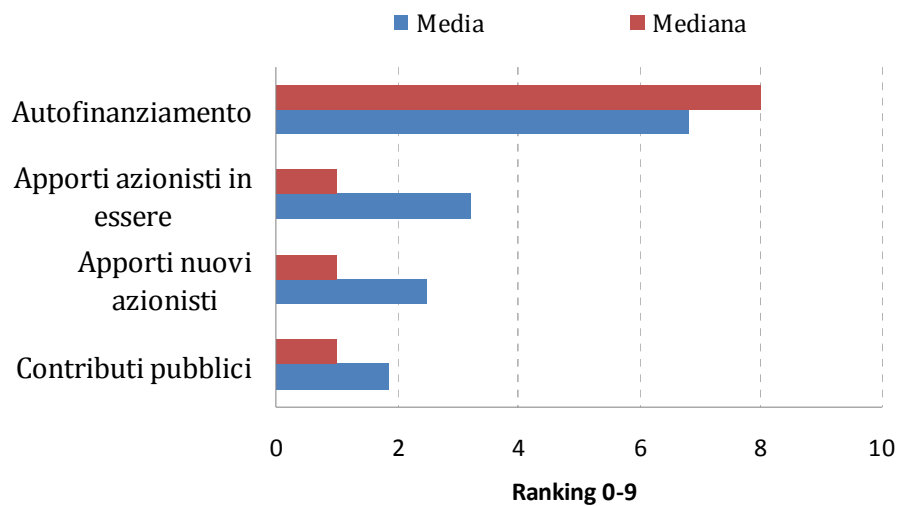


Figura 9 - Costo medio del debito

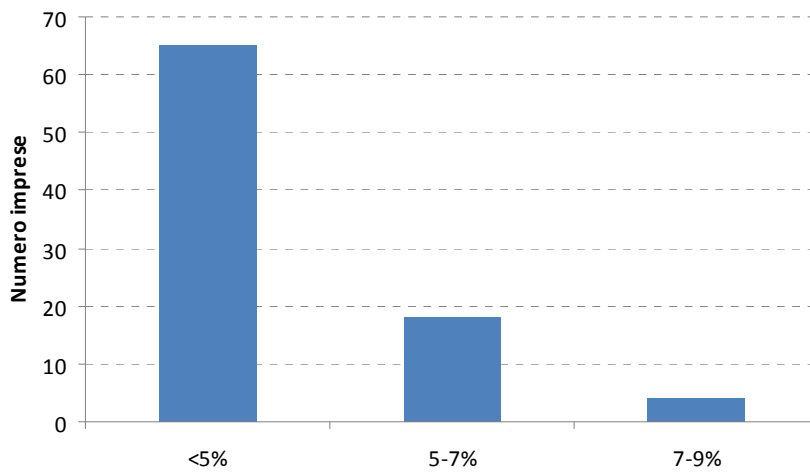


Figura 10- Costo del debito bancario

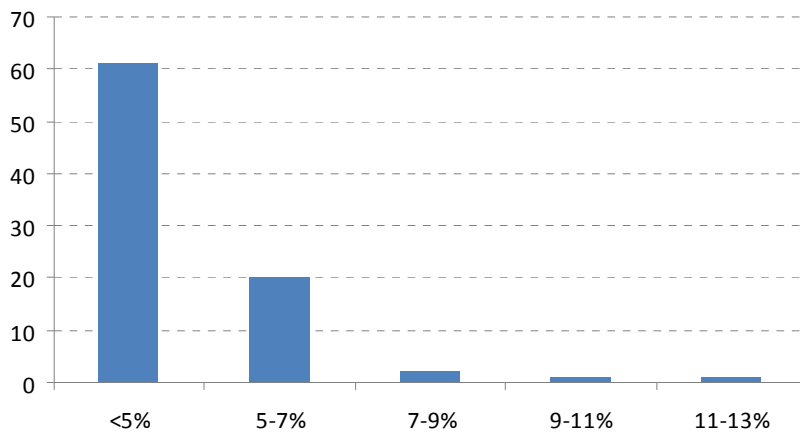
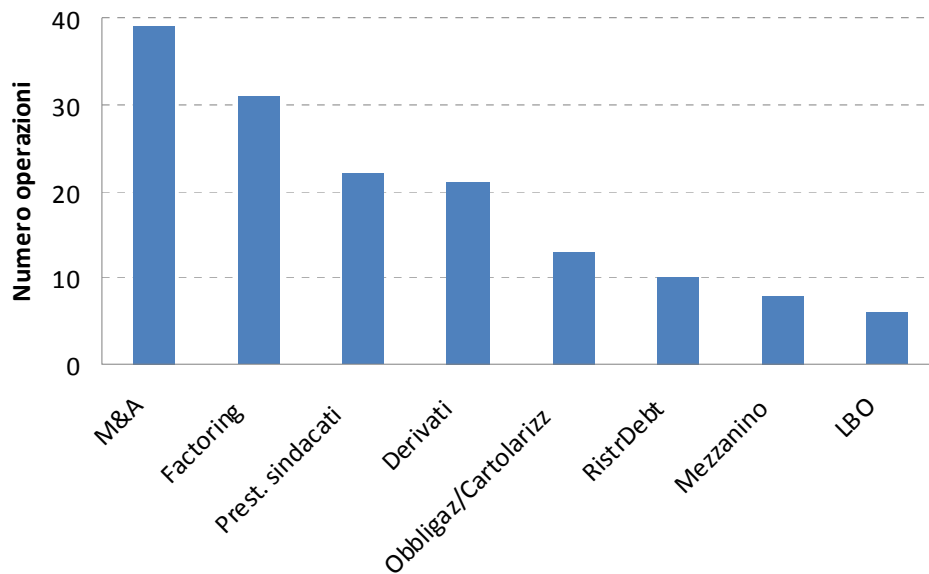


Figura 11 - Operazioni finanziarie più frequenti negli ultimi sette anni



Dopo questa breve analisi introduttiva, utile a chiarire la tipologia delle imprese rispondenti e il loro grado di sofisticazione finanziaria, si procederà nel seguito ad approfondire separatamente le risposte delle diverse categorie di imprese sulla base dell'auto-classificazione adottata dalle medesime in imprese non quotate e non interessate alla quotazione, imprese non quotate ma interessate alla quotazione, imprese quotate e imprese delistate.

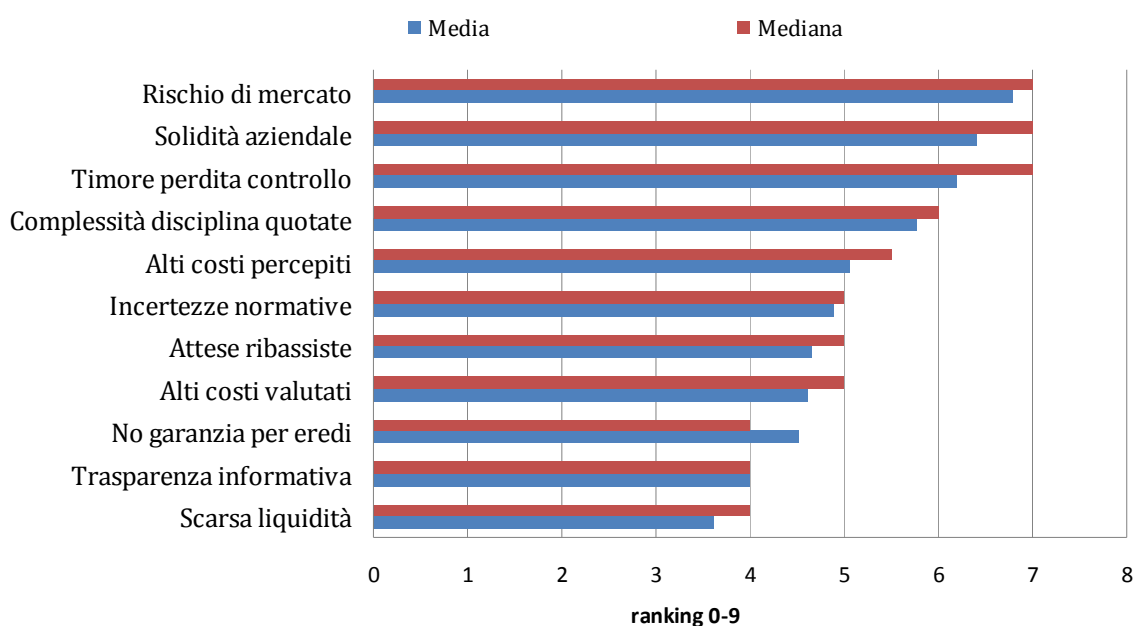
1.1.1 Imprese non quotate e non interessate alla quotazione

Oltre metà delle aziende rispondenti (53 imprese) si sono dichiarate non quotate e non interessate ad esserlo. In termini dimensionali tali imprese sono più piccole, sia rispetto al fatturato che rispetto al numero di occupati. Il tasso di crescita del fatturato (13% medio annuo negli ultimi sette anni) è più contenuto rispetto al resto del campione (29%), così come la crescita dei dipendenti (8% contro 24%). L'entità del fatturato estero complessivo è del 32%, paragonabile alla media del resto del campione (35%), ma appare maggiormente concentrato (due terzi) nell'area UE. La forma prevalente è sempre la Spa, pur se la presenza di Srl è un po' più diffusa rispetto al resto del campione.

In termini settoriali, queste imprese mostrano una maggiore presenza in settori quali il commercio all'ingrosso, l'abbigliamento, la fabbricazione di macchinari, l'industria alimentare, la produzione di *software*.

L'età media di queste imprese (42 anni) è inferiore a quella del resto del campione (54 anni). La forma di controllo prevalente è rappresentata da soci legati da rapporti di parentela, più frequentemente di prima generazione, seguita dal caso del socio unico. La quota media detenuta dal socio controllante è pari al 55% (contro il 39% delle altre imprese).

Figura 12 - Motivazioni addotte dalle imprese non interessate alla quotazione in borsa



Dato il quadro descrittivo iniziale, appare ora utile valutare le risposte con cui viene motivato il disinteresse per la quotazione in borsa. La figura 12 riporta il *ranking* medio (e mediano) delle risposte fornite dalle imprese che si dichiarano non interessate alla quotazione. Le motivazioni più rilevanti (*ranking* >5) appaiono il rischio di mercato, la già acquisita solidità aziendale, il timore della perdita del controllo societario e, pur se con un *ranking* minore, la complessità della disciplina delle imprese quotate e la percezione di elevati costi di quotazione.

Ulteriori fattori ostativi alla quotazione vengono identificati qualitativamente in:

- appartenenza a gruppo multinazionale
- dimensione inadeguata
- assenza di interesse ad aprire il capitale sociale a soci terzi rispetto alla famiglia
- assenza di evidenti vantaggi
- eccessivo *focus* attribuito al *trend* borsistico di breve termine a discapito della visione strategica di lungo periodo
- mancata possibilità di quotazione per le cooperative
- tempi prematuri rispetto allo stadio di sviluppo dell'impresa
- società impegnata in deal aggregativi

La figura 13 riporta l'utilità percepita dalle imprese non interessate alla quotazione rispetto a possibili provvedimenti indirizzati a facilitare l'ingresso sul mercato delle imprese italiane. Coerentemente con quanto emerso dalla figura 12, il fattore considerato più importante è la stabilità del mercato, cui fanno seguito incentivi fiscali e minori costi. Il livello di criticità (>5) è superato anche da provvedimenti inerenti la semplificazione della regolamentazione e da possibili garanzie alla continuità familiare.

In generale comunque tutte le proposte presentate ottengono un buon livello di interesse (*ranking* medio e mediano sempre superiore a 4,5), segnalando che i provvedimenti prospettati coincidono con l'interesse delle imprese, pur se non sempre appaiono determinanti nel modificare l'orientamento di fondo delle medesime.

Più in dettaglio, in merito alla possibilità di procedere ad una semplificazione della regolamentazione, le imprese rispondenti hanno segnalato come temi particolarmente rilevanti le regole per l'ammissione e il mantenimento della quotazione, l'informazione price sensitive, la rendicontazione contabile infra-annuale, le norme relative a *internal dealing* e alla disciplina sulle parti correlate (figura 14).

Figura 13 - Utilità percepita dalle non quotate dei provvedimenti a incentivo della quotazione

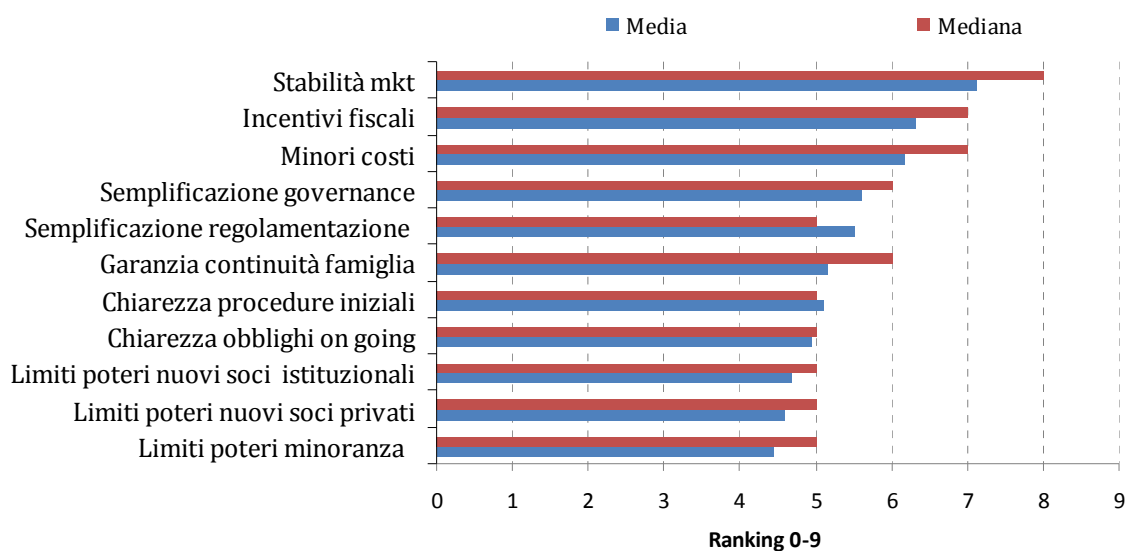
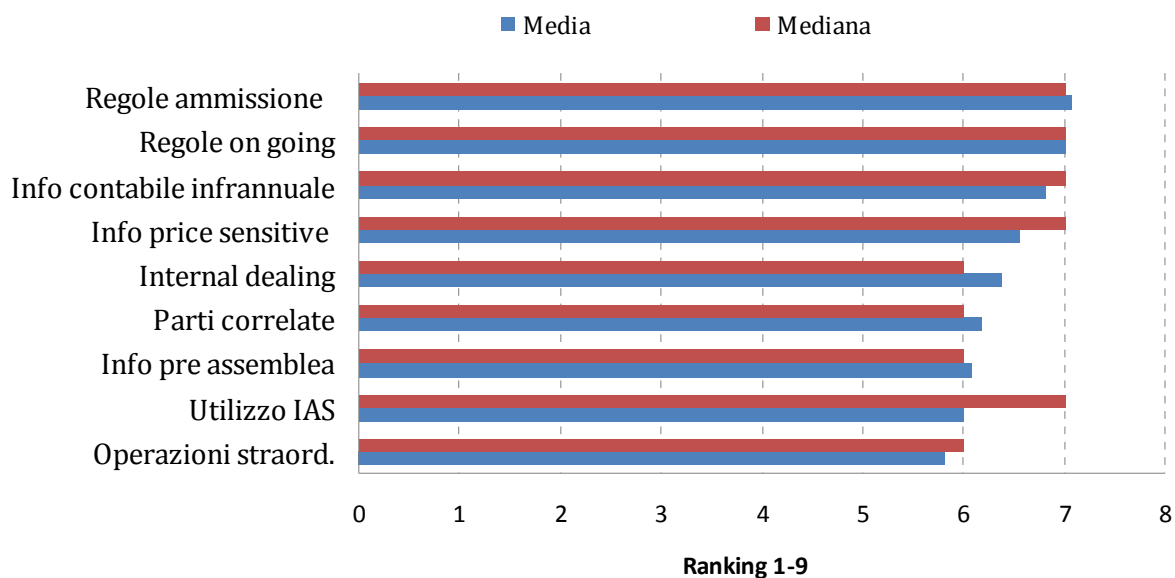
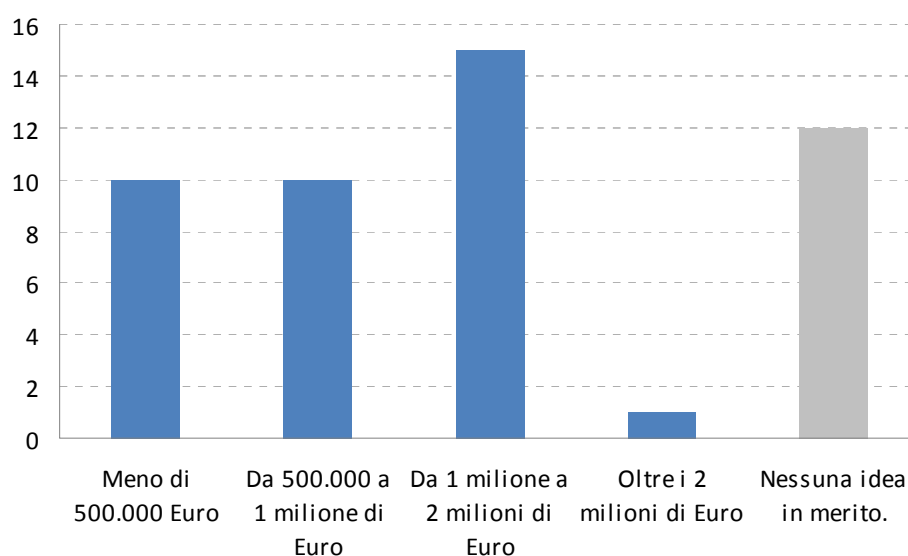


Figura 14 - Quale semplificazione normativa potrebbe cambiare la sua decisione di non quotarsi?



Quanto all'effettiva consapevolezza circa i costi di quotazione, le figure 15 e 16 riportano i dati relativi alla percezione dei costi da parte delle imprese dichiaratesi non interessate. Molte evidenziano la totale assenza di informazioni al riguardo.

**Figura 15 - Stima dei costi di quotazione da parte delle imprese non interessate:
Stima costo per MTA**



**Figura 16 - Stima dei costi di quotazione da parte delle imprese non interessate:
Stima costo per AIM**



Infine, in merito all'influenza della crisi finanziaria sulla probabilità di quotazione della propria impresa, il 65% delle imprese riconosce nella crisi un elemento disincentivante, principalmente ricollegato alle attuali condizioni dei mercati borsistici. Il 33% non ritiene che la crisi sia un elemento influente sulla decisione di quotazione mentre una sola azienda afferma che la crisi la incentiverebbe a quotarsi per facilitare il reperimento di risorse finanziarie.

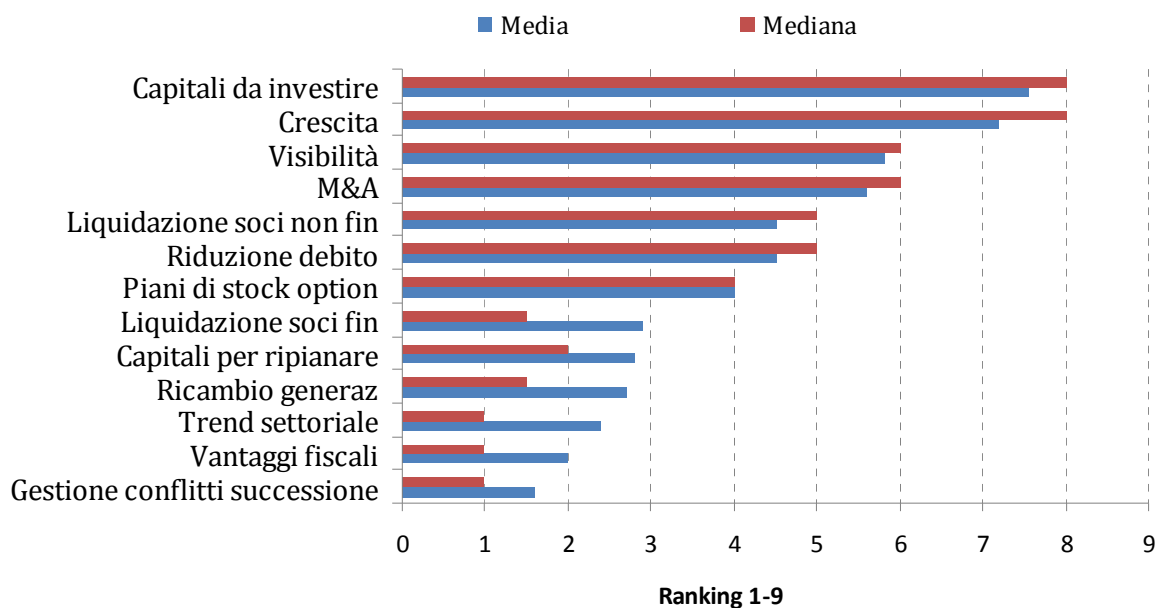
1.1.2 Imprese non quotate ma interessate a quotarsi

Undici imprese, equivalenti al 12% del campione delle rispondenti, si sono identificate come non quotate ma interessate alla quotazione. Le dimensioni di queste aziende, in termini di fatturato annuale, variano da meno di 50 milioni (2 aziende) a meno di un miliardo, apparendo in termini comparativi medi di poco più grandi rispetto alle imprese non interessate alla quotazione. Il tasso di crescita del fatturato è però decisamente più vivace (+39% contro il +13% delle non interessate). Quanto ai dipendenti, le imprese interessate alla quotazione riportano mediamente un maggior numero di occupati e un tasso di crescita degli stessi più sostenuto (+ 68% contro il +8% delle non interessate). L'entità del fatturato estero è invece inferiore nelle interessate (24%) rispetto alle non interessate (32%). L'età media delle imprese è pari a 37 anni.

La distribuzione settoriale delle imprese interessate alla quotazione è piuttosto mista, comprendendo industrie manifatturiere, fabbricazione di prodotti metallici, apparecchiature elettriche ma anche alimentare, tessile, telecomunicazioni e finanza.

Tutte le imprese sono società per azioni. Il controllo è più frequentemente detenuto da un socio unico (7 casi) o da un gruppo familiare (3 casi). La quota media detenuta dal socio controllante è pari al 56% (non dissimile dal 55% che caratterizza le non quotate non interessate).

Figura 17 - Motivi che hanno spinto la società a considerare la quotazione



Tra le principali motivazioni che giustificano l'interesse delle imprese sopra descritte per la quotazione in borsa (figura 17) figurano la necessità di raccogliere capitali per nuovi investimenti e l'opportunità di sostenere la crescita dell'azienda. Ulteriori benefici attesi riguardano l'ampliamento della visibilità aziendale e la maggiore facilità nella realizzazione di operazioni di M&A. Ad un terzo livello figurano la possibilità di liquidare soci non finanziari e di ridurre il debito.

Nella maggior parte dei casi le imprese interessate alla quotazione prospettano di cedere una quota di capitale compresa tra il 20% e il 35% (e comunque mai superiore al 49,9%), prevalentemente attraverso OPVS ed OPS (figura 18). Solo in 3 casi su 11 la cessione del capitale comporterebbe un cambiamento nelle attuali quote di controllo e solo in un caso condurrebbe all'eliminazione del controllo familiare.

Figura 18 - Modalità di offerta ipotizzata dalle imprese interessate

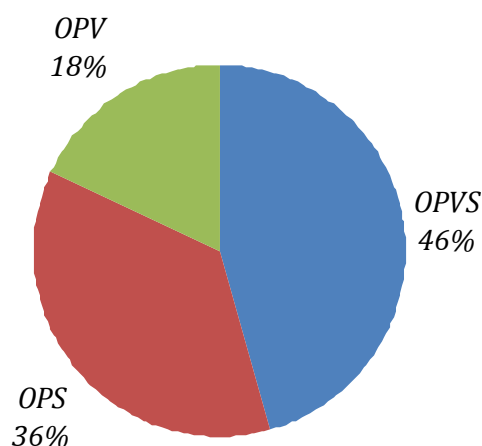
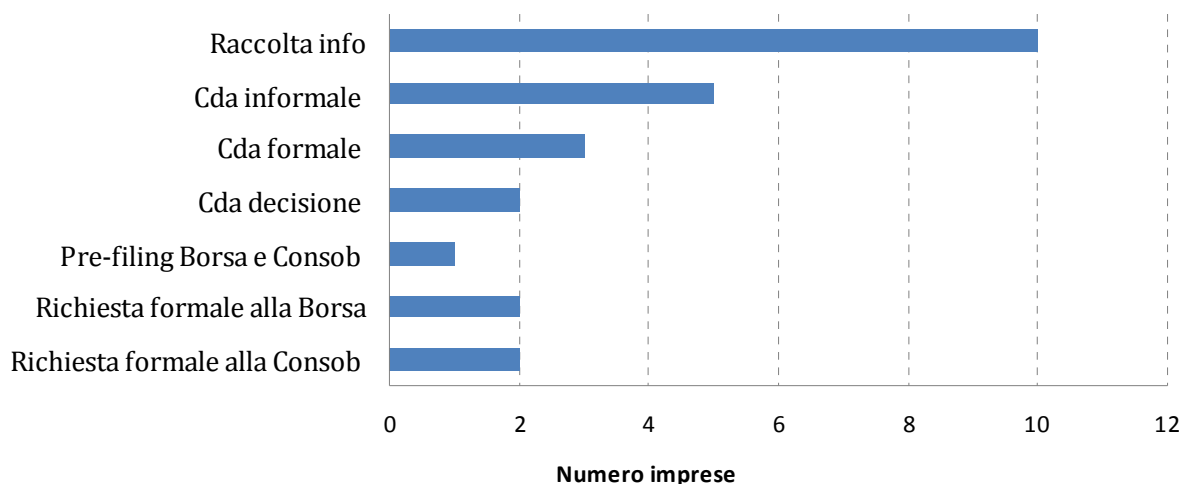


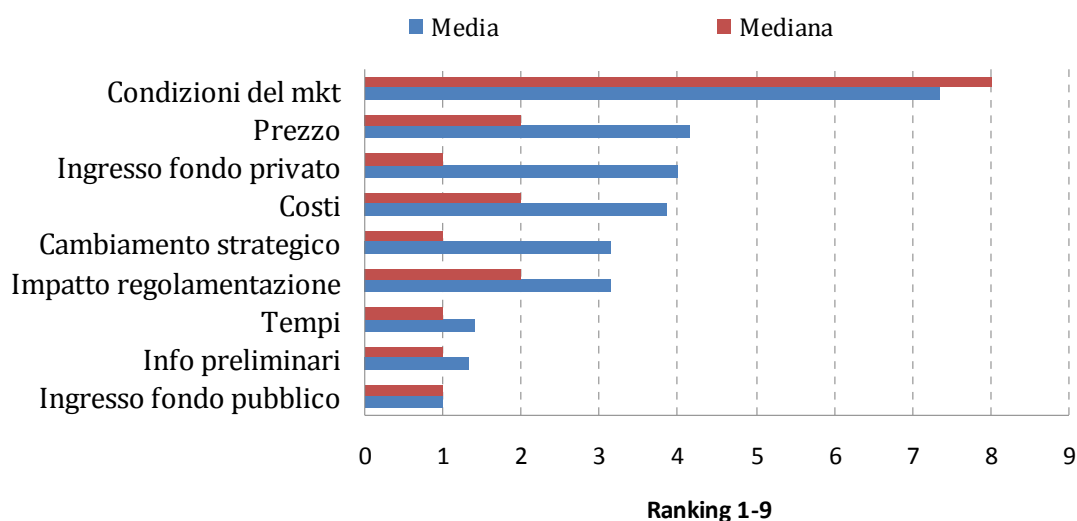
Figura 19 - Stadio di sviluppo effettivo dell'IPO



La maggior parte delle imprese rispondenti ha solamente iniziato la fase di raccolta delle informazioni che precede la concretizzazione di un IPO (figura 19). Poco meno di metà delle imprese ha già affrontato informalmente il tema in Cda e solo tre hanno già concretizzato i contatti con Borsa e Consob.

Il principale fattore che ha influito sul mancato perfezionamento della quotazione durante le fasi di preparazione “interna all’azienda” (dalla raccolta delle informazioni alla decisione in Cda) viene univocamente identificato nelle avverse condizioni di mercato (figura 20), da cui anche le conseguenze sul prezzo ottenibile. Altri due fattori riconosciuti importanti, pur se non critici, sono i costi dell’operazione e, in due casi specifici, l’ingresso di fondi privati. Nessuna impresa segnala criticità particolari in merito all’impatto della regolamentazione.

Figura 20 - Ostacoli alla quotazione



Quanto ai fattori che hanno impedito il perfezionamento dell’IPO durante le fasi più avanzate (*pre-filing* e contatti formali con Consob e Borsa) le due imprese coinvolte evidenziano tra le motivazioni proposte le mutate condizioni di mercato (*ranking* 9 in entrambe i casi) e condizioni di prezzo non corrispondente alle attese (*ranking* attribuito 9 e 4). Viene infine evidenziato come la presenza di incentivi fiscali avrebbe potuto facilitare la conclusione delle operazioni.

Tutte le imprese rispondenti si dicono interessate a quotarsi sul mercato italiano, 2 al MAC e le restanti sul MTA, tra cui 4 specificamente interessate al segmento Star. La stima dei costi attesi, riportata in figura 21 e 22 è meno variabile rispetto al caso delle imprese non interessate, segnalando una conoscenza maggiormente approfondita del tema.

Figura 21 - Stima dei costi di quotazione da parte delle imprese non quotate ma interessate alla quotazione - stima costo MTA

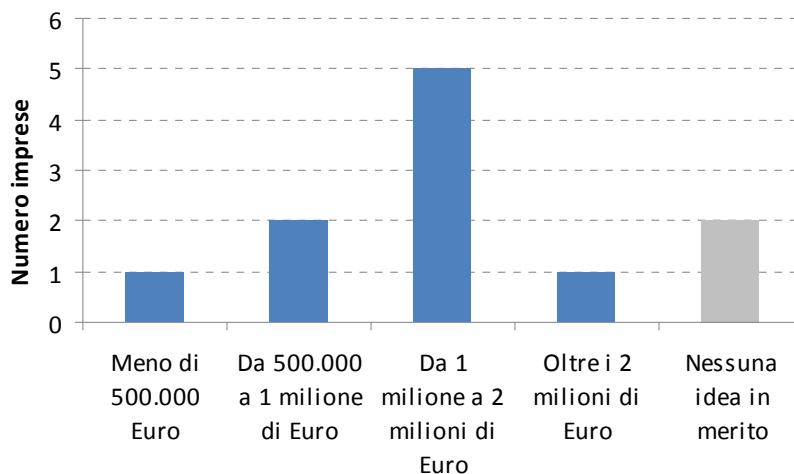
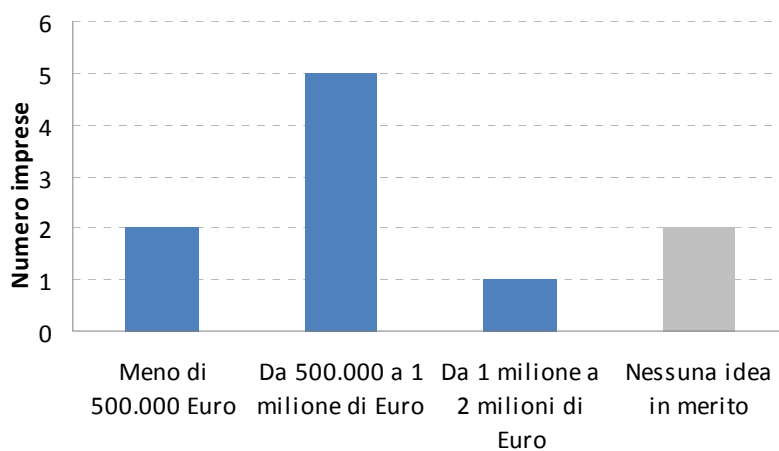


Figura 22 - Stima dei costi di quotazione da parte delle imprese non quotate ma interessate alla quotazione - stima costo AIM



Infine, in merito all'influenza della crisi sulla decisione di quotarsi in borsa, solo un'impresa considera il momento favorevole, sottolineando la necessità di reperire nuove risorse a fronte della stretta creditizia conseguente alla crisi stessa. Le restanti dieci imprese invece considerano il momento attuale un disincentivo a concretizzare l'IPO, soprattutto a causa delle condizioni del mercato borsistico nel breve termine (*ranking* medio 8, mediana e moda 9), mentre minore rilevanza è attribuita all'andamento della borsa nel medio lungo termine (*ranking* 5).

1.1.3 Imprese quotate

Le imprese quotate rispondenti al questionario sono 15, di cui 3 quotate su mercati esteri, 1 sull'AIM e le restanti sull'MTA (di cui 5 nel segmento STAR). L'esperienza media di quotazione è di circa undici anni (l'80% delle rispondenti si è quotato dal 1999 ad oggi). Le quotate sui mercati esteri giustificano la propria scelta in funzione della capogruppo (già quotata all'estero) e per la forma della quotazione.

In termini dimensionali le imprese quotate appaiono più grandi, data in particolare la maggiore presenza di imprese con fatturato superiore ai 500 milioni rispetto alle non quotate, anche se non mancano casi di imprese quotate aventi un fatturato non superiore ai 50 milioni di euro. Il tasso di crescita medio del fatturato (31%) è superiore a quello delle non quotate (17%). Quanto ai dipendenti, il 67% delle imprese quotate ha più di 500 dipendenti, con un tasso di crescita dell'8% (contro il 34% delle non quotate). Il fatturato estero rappresenta mediamente oltre il 52% del totale, con un contributo rilevante delle esportazioni verso paesi non europei. L'età media delle imprese quotate è superiore a quella delle non quotate e pari a circa 58 anni.

Le imprese rispondenti appartengono a vari settori tra cui energia, apparecchiature elettriche, trasporto marittimo, ingegneria civile, chimica, elettronica, editoria, ristorazione e manifatturiero.

Tutte le imprese sono società per azioni, con l'eccezione di una società in accomandita per azioni. Tutte le imprese appartengono ad un gruppo societario (in 11 casi sono la capogruppo). Tre imprese sono delle *public companies*, cinque fanno capo ad un unico socio e altre tre a soci legati da relazioni di parentela. La quota detenuta dal controllante è mediamente pari al 27% (contro il 52% del resto del campione).

Le principali motivazioni che hanno determinato la scelta di quotazione (figura 23) sono riconducibili alla raccolta di capitali per nuovi investimenti, al supporto alla crescita aziendale ed all'aumento della visibilità. Ad un secondo livello di rilevanza figurano motivazioni quali la liquidazione di soci finanziari, la riduzione del debito e la presenza di un *trend* settoriale.

La figura 24 descrive i costi effettivamente sostenuti dalle società per la quotazione iniziale e per il mantenimento annuale della medesima. Nella maggior parte dei casi il costo iniziale si attesta tra i 2 e i 3 milioni di euro (superiore rispetto alle aspettative medie delle imprese non quotate) mentre il costo di mantenimento annuale è nei casi più frequenti compreso tra i 250.000 e i 500.000 euro.

Figura 23 - Motivazioni che hanno portato alla quotazione

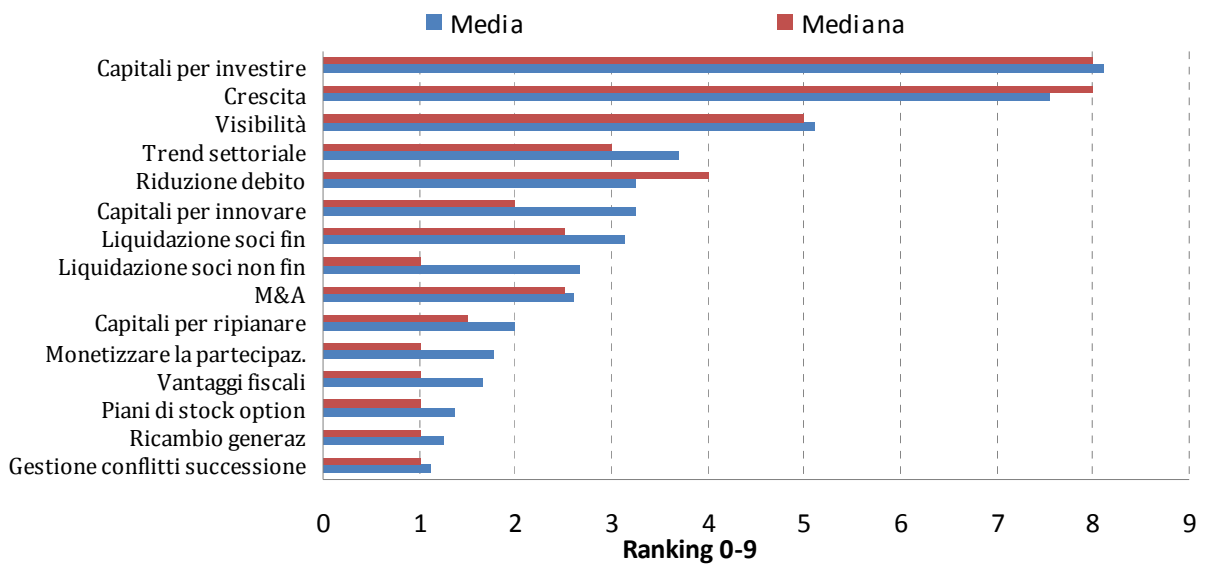


Figura 24 - Costi sostenuti dalle imprese quotate - Costi iniziali

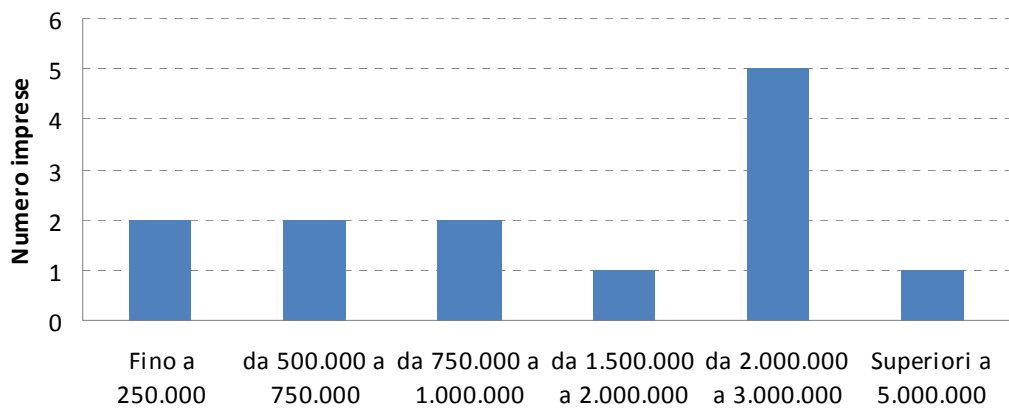
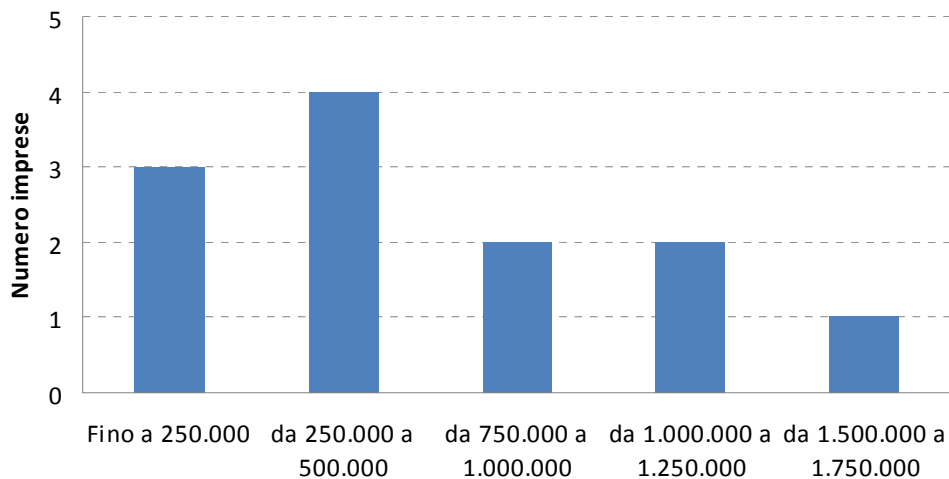


Figura 25 - Costi sostenuti dalle imprese quotate - Costi di mantenimento



Un'analisi più dettagliata (qui omessa per brevità) evidenzia inoltre che non necessariamente i costi della quotazione sono correlati con le dimensioni aziendali (misurate in termini di fatturato). Infatti imprese più piccole hanno talvolta dovuto sostenere spese per l'IPO superiori a quelle di imprese più grandi. Ciò evidentemente dipende sia dalla natura fissa di molti dei suddetti costi che dalla maggiore entità di lavoro preparatorio all'IPO talora necessaria in imprese più piccole e meno strutturate rispetto a quelle di maggiori dimensioni.

Quanto al tempo intercorrente tra la domanda formale di quotazione e il giorno di prima quotazione, le imprese segnalano nella maggior parte dei casi un intervallo inferiore a 6 mesi, pur in presenza di singole eccezioni che vanno oltre i 12 mesi.

In merito all'efficacia della strategia di quotazione, la figura 26 riporta un grado medio di soddisfazione pari a 7 (su una scala di 9). Le differenze tra gli aspetti finanziari e quelli di marketing sono minimali, a vantaggio dei primi. I dati medi tuttavia non consentono di apprezzare adeguatamente che, accanto ad alcune imprese pienamente soddisfatte dell'IPO (9 su 9) ve ne sono altre il cui giudizio di efficacia è decisamente critico (ovvero inferiore a 5 su 9). Queste ultime imprese in particolare hanno rilevato tra i principali problemi (figura 27): i costi della quotazione, l'instabilità dei mercati, le scarse opportunità emerse a seguito dell'IPO, la complessità della disciplina, i prezzi bassi, la mancata coerenza tra management e la visione della famiglia controllante.

In ulteriore dettaglio, due aziende si sono espresse in merito agli aspetti di complessità della disciplina maggiormente rilevanti (figura 28). Tra questi ultimi emergono in ordine decrescente di problematicità l'informativa contabile infra-annuale, la predisposizione dei prospetti, l'informativa pre-assembleare, gli obblighi informativi relativi all'*internal dealing* e alle operazioni con parti correlate.

Figura 26 - Efficacia della quotazione

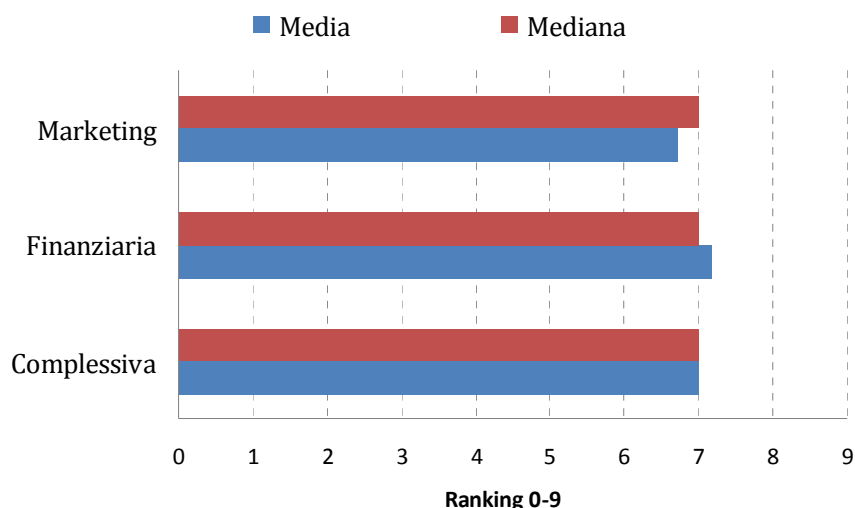


Figura 27 - Principali criticità evidenziate dalle imprese quotate

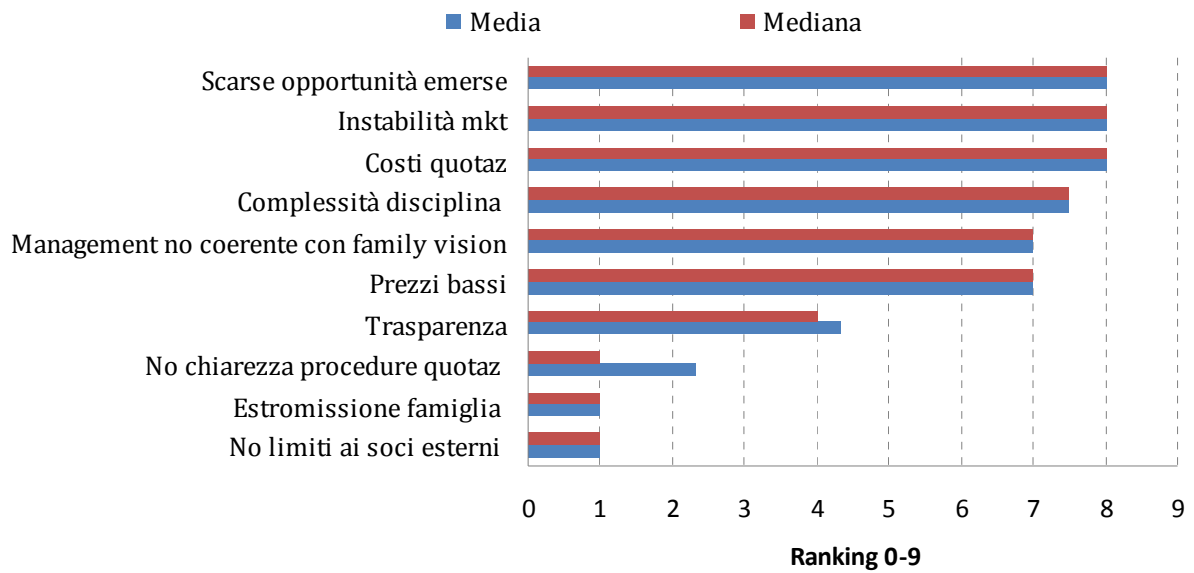
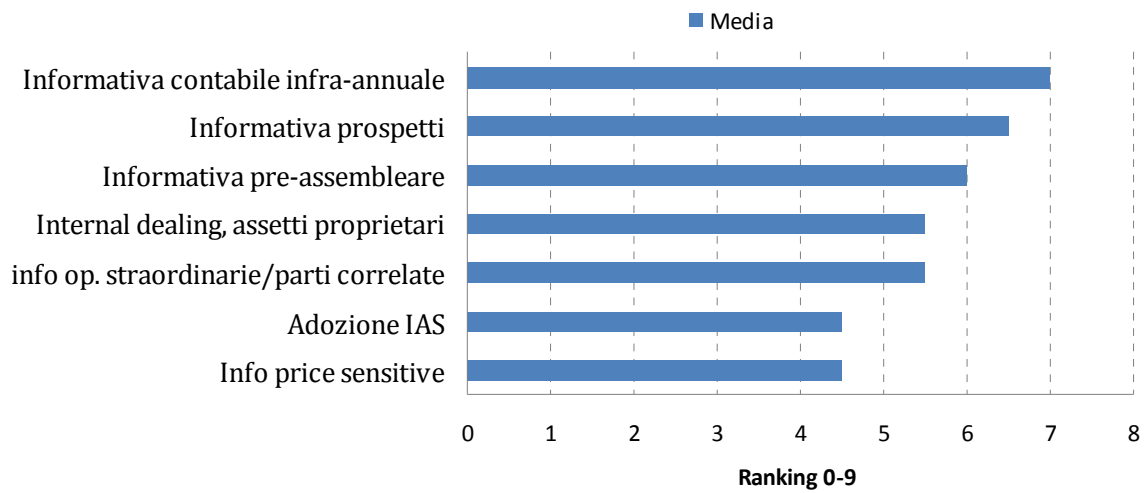


Figura 28 - Gli aspetti più onerosi della disciplina delle quotaz



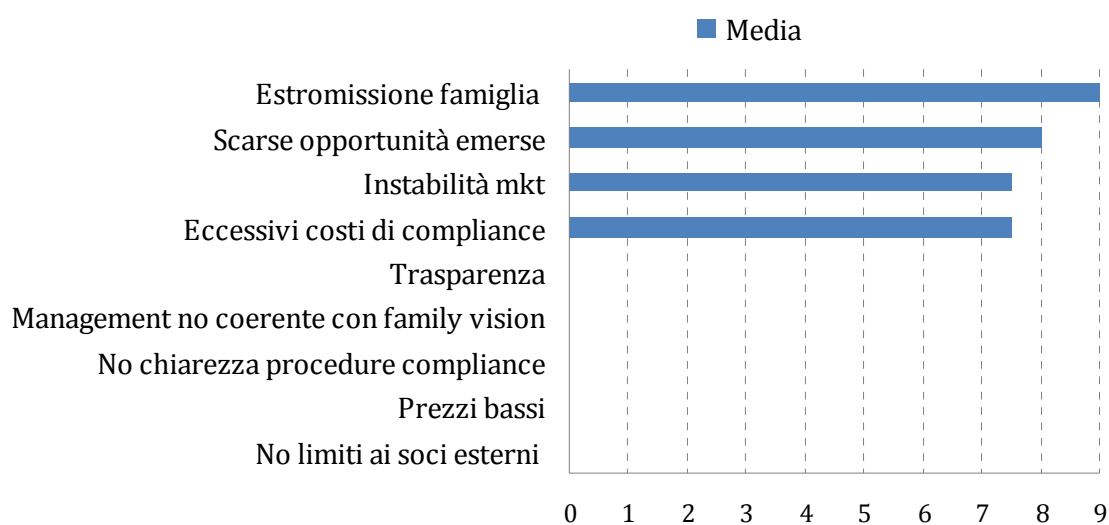
1.1.4 Le imprese delistate

Tre imprese uscite volontariamente dal mercato italiano tramite *delisting* hanno risposto al questionario. Una prima società si è delistata nel 1996 dal listino principale, su iniziativa degli stessi soci controllanti che hanno di fatto ricomprato la società. Le altre due aziende si sono delistate nel 2008 dal segmento Star, dove erano approdate rispettivamente nel 2005 e nel 2006, a seguito dell'iniziativa di fondi di private equity che successivamente al *delisting* hanno assunto il controllo delle imprese.

Le imprese considerate appartengono a classi di fatturato comprese tra i 500 milioni ed il miliardo di euro (crescita media 10%), hanno oltre 500 dipendenti ed un'incidenza del fatturato estero del 66%. I settori di appartenenza sono ingegneria civile, gomma e chimica.

La quotazione era stata ricercata principalmente per liquidare alcuni soci non finanziari, dare maggiore visibilità all'impresa e raccogliere nuovi capitali per investimenti. Le principali motivazioni che hanno portato al *delisting* (figura 29) sono invece state l'instabilità dei mercati, gli eccessivi costi di *compliance*, cui si sono aggiunte in un caso l'estromissione dei componenti della famiglia dalla gestione e in un altro la scarsità delle opportunità emerse post IPO. Una società aggiunge, stranamente, tra gli aspetti più problematici, la difficoltà di raccogliere risorse finanziarie per la crescita pur essendo quotata.

Figura 29 - Principali motivazioni che hanno determinato il *delisting*



1.1.5 Considerazioni conclusive sui risultati del questionario

L'analisi dei dati fin qui condotta rileva che:

- **Esiste un'ampia porzione di imprese italiane che pur avendo i requisiti non appaiono interessate dalla prospettiva di una quotazione in borsa.** Tali imprese, tipicamente medio-piccole, spesso controllate da un socio unico o da una famiglia, si percepiscono come molto solide, non intendono legare l'andamento del proprio titolo al rischio di mercato né tantomeno aprire il capitale a terzi. Anche la complessità della disciplina applicata alle quotate e il tema dei costi della quotazione rappresentano un freno, pur se secondario rispetto ai fattori precedentemente citati. A tale proposito, tra gli interventi prospettati per incentivare la quotazione, appaiono particolarmente utili la riduzione dei costi, l'inserimento di incentivi fiscali, la semplificazione della *governance* delle quotate e della regolamentazione (tra cui le regole di ammissione e mantenimento in borsa e la disciplina contabile infra-annuale).
- Le imprese intenzionate a quotarsi hanno tassi di crescita elevati, intenzioni ambiziose ed **i maggiori ostacoli che ne hanno di fatto bloccato la quotazione sono da ricollegarsi all'instabilità del mercato**, più che ai costi o alla regolamentazione.
- **Le imprese quotate sono tendenzialmente soddisfatte dei risultati ottenuti tramite la quotazione.** Tra i principali aspetti negativi vengono evidenziati l'onerosità dei costi di *compliance* e di informazione periodica e la variabilità dei corsi azionari indotta dall'instabilità del mercato.
- **Le imprese delistate sono uscite dal mercato per sottrarsi alla volatilità dei corsi azionari** e grazie alla presenza di fonti finanziarie alternative (*private equity*) ritenute più adeguate alle caratteristiche aziendali.

Le indicazioni sopra emerse offrono dunque utili spunti per focalizzare i vari provvedimenti allo studio per stimolare la quotazione delle imprese italiane. Sicuramente l'attività di semplificazione della regolamentazione, già in parte avviata da Consob, va nella direzione attesa dalle imprese.

Parimenti una riduzione e una standardizzazione dei costi di quotazione aiuterebbe a dissipare molti timori delle imprese. Tuttavia tali provvedimenti, da soli, probabilmente non sono sufficienti a far cambiare idea alla maggior parte delle imprese italiane, che, a torto o a ragione, sembrano comunque voler mantenere ampia distanza

dalla borsa. In particolare è il tema della possibile perdita del controllo societario a sollevare le maggiori perplessità negli imprenditori nostrani.

Dall'analisi svolta emerge anche un tema di scarsa cultura finanziaria di fondo: è dunque necessario promuovere un ampio intervento di formazione a vantaggio delle PMI affinché le stesse acquisiscano maggiore consapevolezza circa le potenzialità di crescita e di sviluppo concretizzabili attraverso l'apertura del capitale, il passaggio ad una gestione manageriale e l'eventuale quotazione in borsa.

1.2 Il confronto con alcune recenti analisi empiriche

Come già sopra ricordato, diverse ricerche hanno già affrontato in passato il tema dello scarso ricorso al mercato da parte delle PMI italiane, sondando il giudizio delle imprese già quotate. Uno dei contributi più recenti è quello di Caccavaio, Carvassi, Di Giorgio, Spallone (Casmef-Luiss, 2012) che si interroga sui motivi per cui le piccole e medie imprese italiane si quotano in borsa meno frequentemente rispetto agli altri paesi europei, pur rappresentando una parte più rilevante per l'economia nazionale rispetto a quanto accade all'estero.

Anche in questo caso il tema viene indagato attraverso la somministrazione di un questionario, pur se ad un numero più contenuto di controparti rispetto all'analisi qui precedentemente esposta (10 PMI quotate e 10 investitori istituzionali). Appare comunque interessante sottolineare che i principali messaggi che emergono dalle due ricerche sono molto coerenti tra loro.

Entrando nel dettaglio dell'analisi di Caccavaio *et al* (2012), le imprese identificano come principali ostacoli alla quotazione fattori quali le risorse manageriali assorbite nella preparazione del deal, la complessità della regolamentazione e il timore di scarsa liquidità del mercato, la perdita di segretezza in merito alle strategie aziendali, la scarsa conoscenza del mercato delle PMI e la scarsa presenza dei fondi istituzionali dedicati. Gli investitori istituzionali aggiungono inoltre, tra i fattori più critici, le modifiche necessarie negli assetti di governance, specie per le aziende familiari e la carenza di adeguata cultura finanziaria. I costi di ammissione e preparazione del deal sono considerati importanti da entrambe i gruppi intervistati ma risultano meno determinanti rispetto ai fattori precedentemente elencati.

Quanto ai benefici derivanti dalla quotazione, le imprese quotate sottolineano gli aspetti strategici di immagine e visibilità, nonché la raccolta di risorse finanziarie e le prospettive di crescita del *management*. Gli investitori istituzionali rimarcano soprattutto gli aspetti finanziari, i vantaggi per gli azionisti controllanti e lo sviluppo dell'immagine aziendale.

Le principali responsabilità in merito all'anomalia italiana sopra rilevata (tante PMI, poche quotate) sono attribuite dalle imprese all'attuale situazione economica, oltre che al contesto regolamentare (in particolare all'operato di Consob e Borsa Italiana). Il giudizio espresso degli investitori istituzionali nei confronti dell'autorità garante del risparmio e della società di gestione del mercato italiano è altrettanto severo, pur se viene riconosciuta un'importante responsabilità alle stesse imprese italiane, riluttanti ad accettare l'ingresso nell'azionariato di nuove soggetti, come i fondi chiusi.

Tra le iniziative ritenute più utili al fine di incoraggiare la quotazione delle PMI italiane le imprese intervistate identificano la semplificazione normativa, la riduzione dei costi del processo di quotazione, incentivi fiscali diretti o ai fondi che investono in PMI, maggiore raccolta dai fondi pensione. Gli investitori istituzionali aggiungono la richiesta di un sistema di tassazione più chiaro e armonizzato.

Con specifico riferimento ad AIM Italia, gli autori suggeriscono l'esigenza di favorire una maggiore liquidità del mercato secondario, unitamente all'inserimento di requisiti più stringenti al fine di meglio segnalare le imprese di qualità (ed evitare l'ingresso sul mercato di imprese dalle scarse prospettive). Si evidenzia altresì l'opportunità di garantire condizioni particolarmente favorevoli in termini di costi e procedure necessarie per ottenere la quotazione ad imprese appartenenti a settori ad alto valore aggiunto. Si suggeriscono incentivi fiscali per chi investe nelle imprese *high-tech*, così come per le imprese di *private equity* e venture capital che investono in *start-up*. Si sottolinea infine l'esigenza di garantire maggiore flessibilità agli investimenti in PMI operati dai fondi chiusi.

Un'ulteriore fonte empirica utile a valutare la centralità del tema costi e procedure per le IPO viene da una ricerca condotta da Lazzari e Zanotti¹¹ (2011) sulla qualità percepita nei servizi di *listing*. Tale ricerca evidenzia che le imprese italiane appaiono sostanzialmente soddisfatte dei servizi ricevuti da Borsa Italiana (punteggio medio pari a 4 su una scala a 5). I risultati si riferiscono a 55 questionari compilati da altrettante imprese quotate, in rappresentanza del 56% della capitalizzazione di mercato. Il livello di soddisfazione appare superiore nel caso delle piccole imprese, mentre le imprese di maggiori dimensioni sono critiche rispetto al livello dei costi applicati. Quanto ai servizi erogati da Consob, anche in questo caso il livello di soddisfazione è positivo (punteggio medio superiore a 3 su una scala a 5). Il livello di soddisfazione circa i servizi erogati è maggiore nelle imprese di grandi dimensioni, che percepiscono anche il costo come adeguato.

¹¹ Lazzari -Zanotti, An assessment of the quality of listing services, in Trends in the European Security Industry, Egea 2012.

1.3 Il punto di vista delle associazioni di categoria

Secondo quanto raccolto da una serie di interviste condotte con le principali associazioni di categoria imprenditoriali a tutt'oggi le imprese italiane sembrano mostrarsi poco sensibili al tema del capitale proprio. L'attenzione di imprenditori e manager si concentra sui temi dell'internazionalizzazione e sull'ingresso in nuovi mercati, piuttosto che sulla capitalizzazione. Lo sviluppo dimensionale e strategico viene sostanzialmente realizzato per linee di crescita interna e/o preferibilmente attraverso forme di investimento "leggere" quali la partecipazione a "reti di imprese". Tale approccio implica una scarsa necessità di ricorrere a ingenti aumenti di capitale proprio.

Del resto, nonostante il contesto macroeconomico generale, il canale bancario sembra comunque continuare a garantire i fondi necessari per il finanziamento della crescita per linee interne¹². Al momento non si percepisce alcuna problematicità nemmeno in merito alla possibile stretta creditizia derivante dalla prossima entrata in vigore di Basilea 3. Quanto alla necessità di finanziare investimenti straordinari, qualora se ne presentassero con prospettive di elevata redditività attesa, l'approccio prevalente è quello di raccogliere le risorse internamente all'azienda (ritenzione utili) o presso il soggetto controllante (solitamente familiare) senza diluire così né il controllo né i risultati attesi.

Solo in rari casi, quando le risorse interne al gruppo di controllo non bastano per supportare nuovi investimenti, le imprese appaiono più propense ad accettare l'apporto di capitali esterni, principalmente da parte di fondi di *private equity*. Nella maggior parte dei casi, l'intervento dei fondi riguarda *joint ventures* e *start-up* di nuova costituzione, tipicamente costituite per sviluppare nuovi progetti e/o nuovi mercati, a latere dell'impresa principale familiare che continua la sua attività "tradizionale". Tuttavia lo scarso numero di operazioni concluse fin'ora dai nuovi soggetti pubblici creati a tal fine segnala che nella maggior parte dei casi le imprese italiane non sono ancora pronte o non sentono il bisogno di cogliere le opportunità in essere. Spesso è la scarsa coerenza tra l'esperienza imprenditoriale dell'azienda e l'approccio adottato dai fondi a non facilitare la realizzazione delle operazioni.

La notoria ritrosia alle cessioni, anche solo parziale, del controllo societario rappresenta ancora oggi un ostacolo importante all'apertura del capitale. L'istituzione delle 'Azioni Sviluppo'¹³, lanciate nel novembre 2007 da Borsa Italiana e Assolombarda

¹² A conferma di ciò si riporta che la Survey "2011 SME's Access to Finance" della Commissione Europea evidenzia che il rapporto di indebitamento delle imprese italiane, già ampiamente superiore alla media UE, è ulteriormente cresciuto, in controtendenza rispetto alla maggior parte degli altri 27 paesi dell'UE.

¹³ Le Azioni Sviluppo contemperano in maniera innovativa, nell'ambito del nostro ordinamento societario, le esigenze di protezione dei soci di minoranza con l'aspirazione dell'azionista di maggioranza a mantenere il controllo della società per realizzare un valido progetto imprenditoriale. In tal modo possono

come strumento finanziario volto a conciliare la crescita delle imprese con la continuità imprenditoriale, non ha riscosso i consensi attesi.

Quanto alla quotazione in borsa, l'andamento ribassista e volatile dei listini basta spesso da solo a rendere l'argomento di scarso interesse per gli imprenditori. Se a ciò si aggiungono gli ormai ben noti commenti in merito alla limitata dimensione del listino, al recente *delisting* di imprese italiane simbolo, al peso degli obblighi derivanti dalla quotazione, l'opzione borsa appare decisamente poco *appealing* in questo momento.

La strada da percorrere passa sicuramente attraverso la formazione ed un ampliamento culturale forte e deciso, al fine di rendere note ed apprezzabili alle imprese le opportunità esistenti per il rafforzamento del capitale di rischio. Anche sulla base delle esperienze precedenti ed attuali (azioni sviluppo, fondi chiusi, ecc) si dubita che la mera predisposizione di nuovi strumenti e/o di incentivi ed agevolazioni legate all'ingresso di fondi chiusi e/o al processo di quotazione possano da soli promuovere un cambio di passo. Serve dapprima favorire la diffusione di una maggiore conoscenza del mercato dei capitali, dei suoi operatori, delle sue regole, nonché delle pratiche manageriali e finanziarie più utili a sostanziare il cammino di crescita delle imprese. Occorre quindi sensibilizzare gli imprenditori affinché "nasca" quel bisogno di capitale proprio che al momento non è per niente sentito. In tal senso iniziative come il progetto Elite¹⁴, promosso da Borsa Italiana, sono sicuramente apprezzabili e da estendere. In particolare si sottolinea l'esigenza di favorire una maggiore conoscenza delle opportunità offerte dai fondi di investimento, considerati prodromici rispetto alla quotazione in borsa.

favorire l'apertura delle imprese italiane al mercato dei capitali di rischio. Le Azioni Sviluppo sono un "patto" tra imprenditore e mercato. Il mercato investe nell'imprenditore, ed accetta di non partecipare alla gestione, sul presupposto che l'imprenditore mantenga il controllo in quanto essenziale alla realizzazione del progetto su cui ha investito. Se l'imprenditore viene meno al patto, scendendo sotto il 50%, il controllo passa al mercato.

¹⁴ Elite è un servizio offerto alle PMI con progetti ambiziosi pensato come una sorta di "acceleratore di crescita". Le aziende ritenute meritevoli partecipano ad un percorso che include attività di formazione, riorganizzazione manageriale ed organizzativa, certificazione dei risultati ed ampliamento/rafforzamento delle relazioni con il mercato finanziario.

2 Il punto di vista degli istituti finanziari

Gli intermediari finanziari rappresentano il secondo gruppo di soggetti su cui è necessario indagare per meglio comprendere come favorire una maggiore presenza di PMI nel mercato azionario italiano. Sono soggetti consapevoli sia dei principali problemi che frenano le imprese (l'offerta) che delle difficoltà che ostacolano gli investitori (la domanda).

Gli intermediari rivestono un duplice ruolo nei processi di IPO, poiché da un lato aiutano le imprese a preparare la quotazione, interfacciandosi con il gestore del mercato e l'autorità di vigilanza; dall'altro, verificano l'interesse del mercato per l'offerta e realizzano il collocamento e la vendita dei titoli.

Le opinioni ed i suggerimenti degli intermediari sono stati raccolti attraverso una serie di interviste dirette, che hanno coinvolto dodici banche e due investitori istituzionali tra i principali operatori domestici e internazionali attivi sul mercato italiano. Dopo un necessario inquadramento iniziale che serve a chiarire l'attuale contesto del mercato finanziario italiano, il testo che segue riporta ed argomenta i suggerimenti raccolti dagli operatori, attribuendo particolare rilevanza ai temi più frequentemente condivisi.

2.1 Il contesto

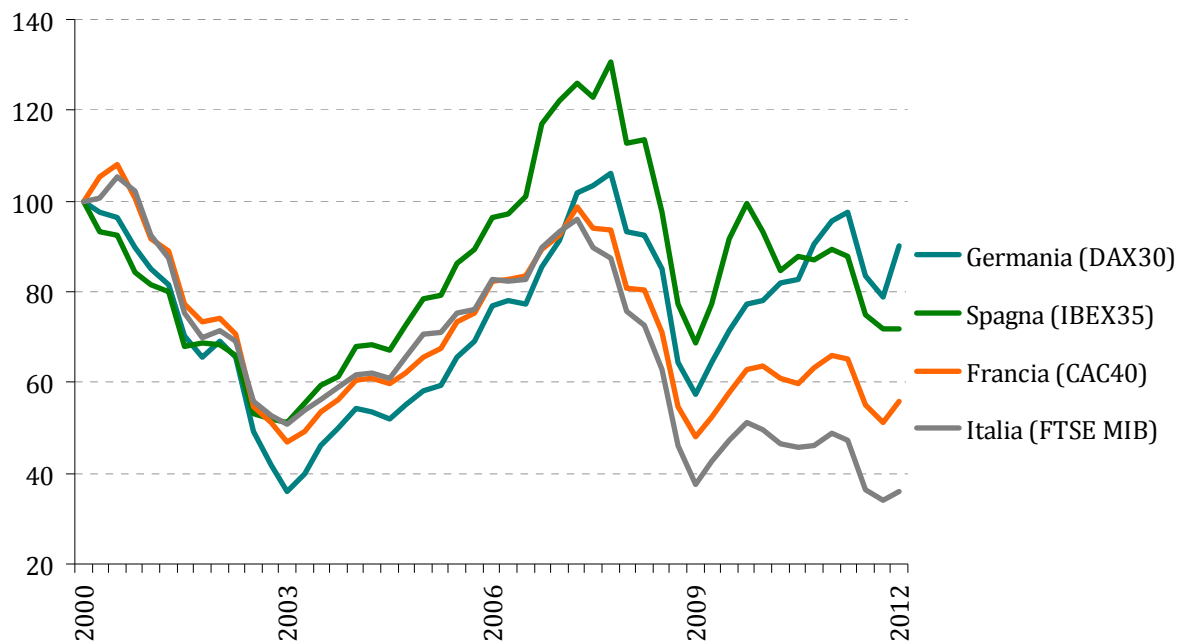
Il progetto di rendere più competitivo il mercato mobiliare italiano richiede un **approccio sistemico** che deve innanzitutto comprendere i quattro elementi principali: l'offerta, la domanda, il mercato e il sistema bancario. Tale progetto deve in secondo luogo trovare un nuovo equilibrio all'interno del *trade-off* tra semplificazione delle regole (per aumentare l'offerta) e garanzia di sicurezza (per aumentare la domanda).

Il progetto richiede un impegno di tutti gli *stakeholder* del processo per superare gli ostacoli posti tanto dall'attuale congiuntura, caratterizzata da un aumento della volatilità, quanto da una *performance* poco brillante del mercato italiano, evidente già da prima della crisi e dunque riconducibile a fattori di natura strutturale.

Attualmente la borsa italiana capitalizza solo un ottavo rispetto a quella inglese, un quarto rispetto a quella francese, e non assolve più alla sua funzione primaria di convogliare il risparmio privato per finanziare lo sviluppo delle imprese e gli investimenti di lungo termine. Negli ultimi anni si è assistito alla continua riduzione del capitale di rischio e a una notevole de-equitization delle imprese quotate. Tale scenario è confermato dai dati 2011, che registrano un saldo negativo tra risorse raccolte in borsa e

fondi restituiti, in varie forme, agli azionisti delle quotate di 270 miliardi di euro e una capitalizzazione di Borsa, al 30 settembre 2012, di soli 343 miliardi, rispetto ai 790 miliardi nel 2000.

Figura 30 - Indice dei prezzi delle principali Borse europee (1° trimestre 2000 = 100)

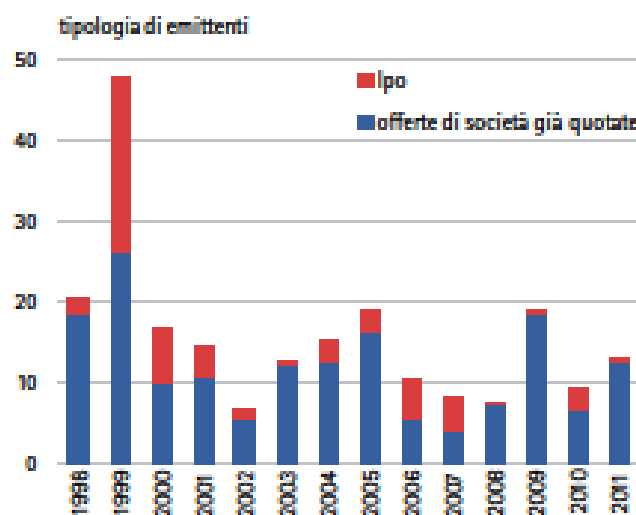


Fonte: Elaborazione su dati Eurostat

La figura seguente evidenzia il calo delle IPO registratosi nell'ultimo decennio, divenuto ancor più drammatico dal 2008 ad oggi. Anche gli aumenti di capitale delle società già quotate mostrano un trend poco brillante, considerando che le principali operazioni concluse di recente hanno interessato il comparto bancario (forzato a ricapitalizzarsi dalle conseguenze della crisi finanziaria).

Figura 31 - Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate

(emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Relazione Consob per il 2011

Nonostante il contesto attuale la quotazione in borsa può rappresentare un percorso molto utile per le imprese che prevedono una crescita e uno sviluppo significativo. Consente inoltre di acquisire maggiore credibilità sui mercati esteri, sia presso i grandi clienti, sia presso i possibili partner in joint ventures locali, sia presso possibili investitori esteri.

La necessità di sviluppare una borsa più liquida e ampia risponde infatti anche ad un'altra priorità per il Paese, che deve favorire gli investitori esteri, in particolare i "long term investors". Per questi ultimi, la quotazione in borsa garantisce non solo trasparenza dei risultati aziendali, ma soprattutto una valida possibilità di uscita dopo un periodo di investimento sufficientemente lungo.

2.2 L'offerta di mercato: le aziende

Le recenti previsioni economiche¹⁵ confermano che la principale fonte di crescita per le imprese italiane nei prossimi anni non sarà la domanda interna bensì l'export. In questo quadro, la priorità del mercato mobiliare non può ridursi ad un mero aumento del numero delle IPO, ma deve presentarsi come un percorso più esteso comprendente anche una valutazione sulla qualità dell'offerta. Se infatti il potenziale teorico delle imprese quotabili, stimabile sulla base dei soli ratios patrimoniali e finanziari, è di 1.000/1.500 società, il potenziale effettivo è più concretamente prossimo ad un massimo di 100 aziende, selezionabili tramite una mappatura mirata ad individuare le eccellenze che presentano posizioni consolidate soprattutto sui mercati internazionali.

Ciò premesso, il principale problema alla base della difficoltà di quotare le imprese in Italia è la sostanziale **mancanza di interesse da parte delle stesse imprese quotabili**, anche in quei casi in cui, per dimensioni e posizionamento internazionale dell'impresa, la quotazione sembrerebbe rappresentare il percorso di crescita più naturale. Molte grandi imprese preferiscono ancora continuare a mantenere un controllo familiare piuttosto che aprirsi al mercato dei capitali.

E' tuttavia innegabile che l'evoluzione del contesto economico-finanziario (es. aumento dello spread sui titoli di debito italiani, regole di Basilea 3 sulla capitalizzazione delle banche) porterà ad una **riduzione della disponibilità di credito** e ad un conseguente aumento del suo costo. Una condizione che appare particolarmente pericolosa per un sistema banco-centrico come quello italiano. E' quindi necessario aprire la strada del mercato mobiliare per le nostre imprese, semplificando le procedure di quotazione e di compliance, evitando di penalizzare le imprese quotate, già sottoposte ad un regime di trasparenza decisamente più oneroso rispetto alle non quotate, e introducendo sistemi di incentivazione.

2.2.1 *I timori di perdita di controllo*

Sia l'analisi svolta attraverso il questionario che l'opinione delle istituzioni finanziarie rilevano tra i principali fattori che ostacolano l'offerta di quotazione delle imprese il **timore di una perdita di controllo** da parte della proprietà.

Nei paesi caratterizzati tradizionalmente da un più ampio ricorso al canale di finanziamento diretto (es. contesto anglosassone) gli imprenditori sono maggiormente predisposti ad affidare la gestione ad un management professionale distinto dalla compagine proprietaria e ad aprire il capitale proprio attraverso la quotazione della propria impresa. Nel contesto italiano si segnalano invece ancora elevata dipendenza dal canale di finanziamento indiretto (bancario), forti resistenze da parte degli imprenditori

¹⁵ Vedere in particolare il documento della Commissione europea "European Economic Forecast", edizione di Primavera 2012.

nel delegare a manager terzi la gestione aziendale e un numero di società quotate molto scarso rispetto alle dimensioni dell'economia nazionale.

Inoltre, rispetto al mondo anglosassone, in Italia la figura dell'imprenditore gode ancora di un particolare prestigio sociale, più per il suo impegno e la capacità di garantire occupazione che per i profitti che genera. La rinuncia a tale ruolo, anche in luogo di una maggiore ricchezza, è quindi un ulteriore fattore deterrente verso una possibile estromissione dalla gestione aziendale.

Uno degli strumenti utili a vincere la resistenza degli imprenditori a diluire il controllo assoluto è **l'adozione di classi di azioni con diritti di voto differenziati**¹⁶, seguendo una prassi sempre più diffusa in vari paesi¹⁷. Un imprenditore, certo che quotando la propria azienda possa mantenere il controllo societario pur collocando una quota maggioritaria del capitale presso investitori esterni sarebbe maggiormente incentivato a valutare positivamente l'idea di realizzare un'IPO. L'opportunità di collocare una quota maggioritaria del capitale appare particolarmente critica per la riuscita delle IPO nel caso delle piccole e medie imprese, proprio in funzione delle limitate dimensioni aziendali. Infatti, collocando sul mercato la maggioranza del capitale, l'impresa potrebbe raccogliere una maggiore quantità di risorse rispetto al requisito di flottante minimo e, d'altro canto, facilitare la creazione di liquidità sul titolo nel mercato secondario (condizione spesso indispensabile a giustificare l'interesse degli investitori istituzionali per il titolo stesso). Al contempo, la deroga al principio "one share one vote" eviterebbe che alla diluizione economica dei diritti consegua necessariamente la diluizione assembleare, assicurando viceversa quella continuità nel controllo e nella gestione che spesso rappresenta uno degli asset più importanti per le PMI.

L'utilizzo di diverse classi di azioni e di meccanismi di incremento del diritto di voto per gli azionisti stabili è prassi comune in Francia, in Olanda, in Germania, nei Paesi Nordici e negli Stati Uniti. In Italia, benché la creazione di categorie di azioni speciali sia stata consentita con la riforma del diritto societario del 2003, l'uso di tale strumento appare ancora circoscritto a pochissimi casi.

Più diffuse (anche se limitate a meno del 10% delle società quotate) sono le azioni di risparmio, anche se negli ultimi anni il venir meno dei benefici fiscali associati a questo tipo di strumento ha indotto molte società a ritirarle. A ciò si aggiunga che le azioni di risparmio italiane, pensate per un pubblico di investitori retail, hanno

¹⁶ Vedere Proposta n.1: Definire una normativa sui diritti di voto plurimi: definire tipologie di azioni con diverso diritto di voto e riservare ad alcuni titoli peso maggiore in virtù del loro mantenimento in portafoglio per un periodo definito di tempo.

¹⁷ Il caso più celebre è quello dell'IPO di Google, realizzata nel 2004 attraverso l'emissione di azioni di tipo A attribuite al mercato e azioni di tipo B consegnate ai due fondatori. Le due tipologie di azioni attribuiscono diritti economici analoghi, ma alle azioni di tipo B spettano dieci volte i diritti di voti attribuiti alle azioni di tipo A. In caso di vendita, le azioni di tipo B perdono il loro privilegio e si trasformano in azioni di tipo A. In questo modo nel 2012 i fondatori controllavano il 56,6% dei voti con il 15,9% del capitale.

tradizionalmente goduto di scarso consenso tra gli investitori istituzionali a causa della loro limitata liquidità.

Quanto ai meccanismi utilizzati per **incrementare i diritti di voto a vantaggio di una particolare categoria di azionisti** (es i soci fondatori), a tutt'oggi non si sono avute esperienze applicative nel nostro Paese. Tali meccanismi potrebbero contribuire a ridurre il timore di perdita di controllo in maniera più efficace rispetto all'esperienza delle azioni di risparmio. Avrebbero infatti il vantaggio di non richiedere l'emissione di classi particolari di titoli oltre alle azioni ordinarie, senza dunque i conseguenti effetti negativi sulla liquidità e con la possibilità anche di essere applicati ai casi di imprese già quotate in borsa. A titolo di esempio, nel caso francese i meccanismi in essere prevedono l'attribuzione di diritti di voto multipli agli azionisti che detengano nominativamente i titoli per un periodo minimo di almeno 5 anni. In conseguenza di ciò, le azioni ordinarie possedute dagli investitori istituzionali hanno sempre voto singolo perchè sottoposte al trading continuo, mentre le azioni dell'imprenditore hanno voto doppio, perchè mantenute stabilmente nel portafoglio del medesimo (garantendo il controllo di diritto pur possedendo meno del 50% dei diritti di voto). In tale contesto inoltre le acquisizioni ostili sono possibili, ma particolarmente costose, il potenziale acquirente deve infatti immobilizzare i titoli per la durata del "*lock up period*" per beneficiare del voto doppio.

Quale che sia la soluzione adottata, azioni a voto multiplo o meccanismi di incremento di voto per gli azionisti stabili, è opportuno infine che la medesima sia riconducibile alle prevalenti prassi internazionali che prevedono modelli standardizzati e codificati. Ciò per facilitare la fiducia e l'investimento da parte degli operatori esteri, il cui limitato interesse per il mercato italiano è spesso motivato anche dall'opacità delle strutture societarie e dai bizantinismi della normativa.

2.2.2 La limitata predisposizione al mercato delle imprese

Un secondo fattore critico evidenziato dagli operatori in merito alle caratteristiche dell'offerta riguarda **l'effettiva qualità e predisposizione al mercato** delle imprese quotabili. Oltre ai requisiti formali richiesti da Borsa Italiana per ammettere a quotazione una società (requisiti che variano a seconda del segmento di riferimento) sussistono dei requisiti sostanziali che devono accomunare le imprese quotande. In primo luogo è essenziale che l'impresa abbia una chiara visione strategica per supportare uno sviluppo sostenibile nel tempo, accompagnata dalla capacità manageriale di gestire il cambiamento connesso allo *status* di società quotata.

Per un'azienda, il processo di quotazione rappresenta un momento strategico, ma allo stesso tempo critico: richiede un **cambio di mentalità** soprattutto da parte degli azionisti, che devono accettare il confronto con altri azionisti e *stakeholders* e abituarsi

alla necessità di diffondere al mercato su base continuativa le informazioni aziendali (contabili, finanziarie, di *business*). Lo sforzo richiesto è tanto più elevato quanto minori sono le dimensioni dell'impresa che vuole accedere al mercato.

Le aziende dovrebbero quindi valutare la quotazione qualora la stessa rappresenti un'opzione strategica per favorire la crescita e la realizzazione dei progetti aziendali. Condizione necessaria è quindi l'adozione di un **piano di sviluppo** ben declinato, sostenibile e credibile e l'esistenza di una **governance coerente**. Il mercato borsistico è come una vetrina nel centro della città: gli investitori si aspettano di trovarvi i prodotti eccellenti. Dunque le imprese intenzionate a quotarsi devono avere non solo una "equity story" interessante da raccontare, ma anche un gruppo manageriale in grado di colloquiare con gli investitori secondo le prassi internazionali e di ispirare la fiducia necessaria a meritare la scelta di investimento.

Diventa quindi cruciale per le PMI italiane gestire la transizione da una gestione padronale ad una gestione manageriale dell'azienda, introducendo, qualora necessarie, nuove risorse/competenze in coerenza con i piani di sviluppo immaginati.

2.2.3 L'inadeguata dimensione aziendale

Oltre ai requisiti formali per la quotazione, quello sostanziale della dimensione aziendale richiede particolare attenzione. Il bacino di investitori istituzionali che generano gran parte della domanda in un processo di quotazione risente spesso dello scarso flottante e dei minori volumi di negoziazione delle società neoquotande connesse nella maggioranza dei casi alla dimensione modesta delle società. In una logica di mercato è pertanto fondamentale salvaguardare questi ultimi due fattori - flottante e volumi di negoziazione - per favorire la **liquidità** dell'investimento e quindi la possibilità per gli investitori professionali di dismettere o incrementare facilmente la propria quota di capitale.

La dimensione appare rilevante più in termini relativi, rispetto alla scala del settore di appartenenza, che in termini assoluti, per quanto sia evidente la **criticità di quotare aziende con capitalizzazione inferiore a 50-100 milioni di euro** in quanto:

- possono non consentire agli investitori di effettuare investimenti di dimensione sufficiente a giustificare il lavoro di analisi e di *follow up* necessario e
- non favoriscono la formazione di un reale mercato secondario, scoraggiando, quindi, la partecipazione di investitori primari.

Tenuto conto delle caratteristiche dell'azienda e dei mercati competitivi in cui opera, la quotazione può essere, quindi, un'opzione diretta oppure avvenire in una fase

successiva, in particolare dopo l'ingresso di un fondo che contribuisca a creare i presupposti per la successiva quotazione.

Anche lo sviluppo di una normativa sui voti plurimi, citata nel paragrafo precedente, può aiutare ad ampliare il flottante senza diluire il controllo.

Dal confronto internazionale emerge peraltro anche in questo caso la specificità del caso italiano: al 30 marzo 2012 le società con capitalizzazione inferiore a 50 milioni rappresentavano appena il 29% delle quotate in Italia, a fronte del 68% in Germania e del 53% in Francia e Regno Unito¹⁸. Nei contesti esteri dunque le PMI sembrano più predisposte a presentarsi al mercato e quest'ultimo è più preparato a valutarne le peculiarità, grazie ad una rete di operatori specializzati nella valutazione e nell'investimento in PMI. Il problema dell'inadeguata dimensione delle nostre imprese ha portato a ipotizzare possibili soluzioni tese a favorire processi di aggregazione a livello locale o funzionale. Rientra in quest'ambito la proposta presentata al par. 2.8 relativa alle reti di imprese.

2.3 Il percorso di avvicinamento delle aziende al mercato mobiliare

L'Italia possiede uno dei più elevati livelli di **risparmio** tra i paesi industrializzati, ma queste risorse sono spesso investite in depositi bancari o in titoli di stato e non vengono sufficientemente re-veicolate alle imprese. Occorre quindi favorire la disintermediazione del risparmio e l'afflusso del medesimo alle imprese attraverso il canale diretto, come avviene nella maggior parte dei paesi economicamente e finanziariamente più evoluti. Tale esigenza appare anche un'opportunità in presenza di nuove necessità di risparmio, originate dagli importanti mutamenti occorsi nei trattamenti pensionistici futuri e finalizzate alla crescita ed al consolidamento di capitali in un ottica di medio lungo termine.

Per poter adeguatamente mobilitare tali risorse è necessario garantire una buona qualità dell'offerta, facendo affluire i capitali solo alle imprese effettivamente più meritevoli. Tuttavia, la presenza sul mercato finanziario di asimmetrie informative tra domanda e offerta può spesso ostacolare l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie. Di qui il ruolo fondamentale svolto dagli intermediari finanziari che accompagnano le imprese sul mercato. Gli intermediari dovrebbero in primo luogo svolgere una funzione di **selezione** individuando le aziende per le quali la quotazione rappresenta la migliore opzione strategica, **accompagnando l'imprenditore** in un percorso di avvicinamento solo qualora ciò sia opportuno o consigliabile. Presupposti fondamentali di tale approccio sono:

¹⁸ Fonte: Il Sole 24 Ore del 24 maggio 2012, pag. 33.

- abbandonare l'idea che banca e azienda siano controparti negoziali nella quotazione,
- identificare l'intermediario che meglio può rappresentare per attitudine/competenza il *partner* ideale,
- definire l'operazione su misura in funzione delle specifiche caratteristiche ed esigenze aziendali.

2.4 Gli strumenti del percorso di avvicinamento

Favorire una **conoscenza più approfondita**, anche personale, tra gestori e azienda con significativo anticipo, rispetto al collocamento vero e proprio, consentirebbe di creare un clima favorevole durante il percorso di avvicinamento alla quotazione. Gli incontri tra azienda/imprenditore e investitori non possono essere relegati – come nell'IPO tradizionale - alle ultime due settimane¹⁹ di un *iter* che dura qualche mese ma essere diluiti durante il processo di quotazione e portare ad un maggiore grado di confidenza tra gestori e imprenditore. L'affiancamento alla compagine imprenditoriale di primari investitori finanziari consentirebbe l'introduzione in azienda di un maggior rigore gestionale e manageriale, unito ad una maggior trasparenza informativa. Tali caratteristiche sarebbero naturalmente ben recepite dal mercato in fase di successiva quotazione.

2.4.1 La logica del *club deal*

La logica del ***club deal*** è quella di un'operazione intermedia tra un'operazione pubblica e un collocamento privato, dove un numero ristretto, ma significativo, di primari investitori italiani ed internazionali, scelti in funzione delle caratteristiche dell'azienda, supportano l'IPO e la successiva quotazione in una prospettiva di investimento di medio/lungo termine.

Si ritiene che la formula del *club deal*²⁰ sia la più innovativa e la più adatta per attrarre gli investitori e stabilire con loro un rapporto di fiducia, non solo con l'intermediario, ma anche con l'azienda prossima alla quotazione. Il beneficio è duplice: da un lato gli investitori hanno la possibilità di conoscere la società, i progetti, il

¹⁹ Vedere Proposta 2. Favorire i contatti con gli investitori istituzionali pre IPO: Introdurre modifiche alla normativa esistente (art. 114 TUF) al fine di facilitare la possibilità di contatti pre deal con gli investitori istituzionali.

²⁰ Vedere Proposta 3 a). Consolidare il percorso di avvicinamento delle aziende al mercato mobiliare attraverso il ricorso a Club Deal e SPAC.

management, dall'altro l'imprenditore non rischia un salto nel buio e attraverso il rapporto che si crea con gli investitori sa a chi sta cedendo quote della propria società.

In questo modo può essere creato un **rapporto fiduciario** dove la chiarezza e la condivisione di obiettivi credibili, anche di valorizzazione, riducono il rischio di una divergenza di aspettative. In secondo luogo gli intermediari dovrebbero innovare il processo di quotazione di aziende di medie dimensioni per tener conto:

- della 'invasività' per un imprenditore, specie se di medie dimensioni, dell'apertura del capitale a nuovi soci;
- del maggiore orizzonte temporale e del diverso profilo di rischio dell'investimento in aziende di medie dimensioni per i gestori.

Questo approccio innovativo è stato realizzato per la prima volta in recenti quotazioni consentendo di realizzare operazioni, pur in un contesto di mercato straordinariamente difficile e volatile, di successo e di reciproca soddisfazione per l'imprenditore e per i gestori.

2.4.2 Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)

La quotazione può in alcuni casi avvenire con un processo 'societarizzato' attraverso la creazione di veicoli di investimento *ad hoc* in grado di **aggregare primari investitori** italiani ed internazionali come nel caso delle **Special Purpose Acquisition Company (SPAC)**²¹.

La SPAC è un veicolo societario creato da alcuni primari sponsor finanziari, che dopo avervi contribuito direttamente con una dotazione iniziale, si rivolgono al pubblico degli investitori istituzionali attraverso la quotazione in borsa al solo fine di raccogliere liquidità mediante il collocamento delle azioni che compongono il capitale di rischio della società. Quest'ultimo, una volta nella disponibilità della SPAC, dovrà essere impiegato nell'arco di un orizzonte temporale di 18/24 mesi per acquisire una società operativa (c.d. *target*) con la quale porre in essere un'aggregazione, tipicamente attraverso una fusione (c.d. *business combination*). Gli investimenti nelle imprese target dovranno essere preliminarmente approvati dagli investitori, pena la restituzione del capitale agli azionisti. In caso favorevole, la società target, tramite un *reverse merger*, verrà quindi assorbita nella SPAC e si ritroverà automaticamente quotata.

²¹ Vedere Proposta 3 b). Consolidare il percorso di avvicinamento delle aziende al mercato mobiliare attraverso il ricorso a Club Deal e SPAC.

Sulla carta i principali vantaggi dalla SPAC sono che l'impresa *target* non dovrebbe sostenere i costi di quotazione (in quanto già sostenuti dalla SPAC), l'investimento effettuato andrebbe tutto in aumento di capitale (dunque le risorse rimarrebbero in azienda) e l'impresa *target* potrebbe altresì beneficiare del know-how e del prestigio apportato dagli sponsor. Inoltre, l'investimento della SPAC si propone con un'ottica meno speculativa rispetto a quella adottata tipicamente delle imprese del private equity, grazie alla presenza di clausole di lock-up e alla partecipazione diretta al capitale degli stessi sponsor.

Questi meccanismi, che consentono di avvicinare i gestori ad investimenti in aziende di medie dimensioni, necessitano comunque:

- di una maggiore flessibilità operativa,
- di un accesso privilegiato a risorse di istituzioni che hanno per loro natura obiettivi di investimento di medio/lungo termine (fondazioni, fondi pensione, enti previdenziali, assicurazioni) e di adeguati incentivi, anche fiscali, per gli investitori che tengano conto del maggiore orizzonte temporale di investimento e del diverso profilo di rischio rispetto all'investimento in *large caps*.

Al momento attuale esistono due soli esempi di SPAC in Italia: il primo è Italy1 Investment S.A., società quotata al MIV, originariamente costituita in Lussemburgo per maggiore rapidità/flessibilità della normativa e poi trasferita in Italia; il secondo esempio è quello di Made In Italy 1 S.r.l., costituita in Italia nel 2011 e quotata all'AIM.

Per favorire una maggiore diffusione nel nostro paese sono auspicabili alcune variazioni normative per garantire maggiore una flessibilità societaria in tema di cause di recesso e di determinazione del valore di liquidazione delle azioni per le quali si esercita il recesso, quando le stesse siano quotate in mercati regolamentati²² (ad es. consentire che lo statuto preveda ulteriori clausole di recesso, consentire di applicare i criteri del comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. nella determinazione del valore di liquidazione, ecc).

Peraltro, è evidente che trattandosi di una formula di investimento "al buio" la reputazione dei promotori diviene fondamentale per il successo dell'iniziativa.

2.4.3 I corporate bonds

²² L'art. 2437, comma 3, c.c. non consente alle società aperte di prevedere cause di recesso ulteriori rispetto a quelle stabilite dalla legge. Inoltre ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, c.c., il valore di liquidazione è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nel semestre precedente la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso

Uno strumento molto utile a favorire l'avvicinamento delle imprese al mercato è rappresentato dai **corporate bonds**²³.

L'emissione di corporate bonds potrebbe in molti casi rappresentare un'azione propedeutica ad un'eventuale successiva quotazione del capitale proprio. Tale strumento consente infatti alle imprese di reperire nuovo capitale a titolo di debito, meno complesso e rischioso da gestire rispetto alle azioni, ma che pur sempre richiede di cominciare ad aprire l'azienda agli investitori esterni.

Le imprese potrebbero utilizzare il mercato obbligazionario quale percorso di passaggio **utile per "allenarsi"** a comprendere le dinamiche e le prassi del mercato mobiliare, in vista di una possibile quotazione.

Diverse imprese italiane medio-grandi e non quotate stanno già da alcuni anni esplorando anche il mercato obbligazionario per la propria raccolta finanziaria, complici le basse quotazioni dell'azionario e il progressivo *credit crunch* del canale bancario. Si tratta di accelerare tale percorso e renderlo più agibile anche alle PMI, attraverso forme di emissione semplificata e sistemi di certificazione più "leggeri" in grado di valutare le realtà aziendali di minori dimensioni. In tale direzione si collocano i recenti cambiamenti normativi nell'emissione di obbligazioni da parte di soggetti non quotati²⁴.

E' dunque di fondamentale importanza **valorizzare l'esperienza acquisita dalle imprese non quotate nelle emissioni obbligazionarie**, favorendo l'emissione di bond e pre-IPO convertible bond proprio al fine di consentire un più graduale avvicinamento ai mercati da parte delle società e degli imprenditori. Gli istituti finanziari potrebbero in questo caso incentivare con un'offerta commerciale mirata l'emissione di corporate bonds. Inoltre, la previsione di nuove piattaforme di negoziazione previste dalla MIFID II sarebbe in grado di agevolare le transazioni elettroniche e potrebbe quindi essere di stimolo per la creazione di un mercato specifico per questi strumenti.

2.4.4 L'affinamento del segmento STAR

Per quanto concerne la segmentazione del mercato, l'opinione dei principali intermediari italiani operativi nel mercato delle IPO ritiene che più che sviluppare nuovi segmenti/mercati si dovrebbero focalizzare gli sforzi di promozione e sviluppo del **segmento STAR**²⁵, unico mercato che ha ottenuto buone *performance* relative e si è mostrato in grado di attrarre anche la domanda degli investitori esteri; questi ultimi rappresentano circa la metà del capitale raccolto tramite IPO da investitori istituzionali

²³ Vedere proposta 8. Incentivare l'emissione di corporate bonds in preparazione alla quotazione in borsa: utilizzare le emissioni obbligazionarie per imparare a gestire la relazione con il mercato.

²⁴ Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto Sviluppo)

²⁵ Il segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti quali la liquidità (35% minimo di flottante).

dal 2006 ad oggi, nonché circa il 90% dell' azionariato istituzionale attuale presente nelle imprese italiane quotate. Il successo di tale mercato risulta prevalentemente legato a elevata trasparenza informativa, alta liquidità e adeguati standard di *corporate governance*, uniti ad una buona visibilità: fattori che inducono gli investitori istituzionali esteri a concentrare la propria attenzione proprio su questo segmento.

Viceversa, molti intermediari ritengono inopportuni ulteriori sforzi per ampliare mercati o segmenti specificamente dedicati alle PMI. La recente esperienza dell'AIM Italia, ideato nel 2009 sul modello di successo dell'AIM inglese per facilitare nei tempi e nei costi la quotazione in borsa delle PMI, mostra evidenti limiti, sia per il basso numero di imprese quotate che soprattutto per la scarsa liquidità delle negoziazioni. Il problema principale dell'AIM Italia è riconducibile all'assenza di quel tessuto di intermediari specializzati nella valutazione e nel trading delle azioni di PMI che invece caratterizza il contesto britannico. Di qui lo scarso appeal anche nei confronti delle imprese, nonostante gli indubbi vantaggi sul fronte regolamentare e dei costi rispetto al listino principale.

2.4.5 Progetti di formazione culturale e accelerazione delle dinamiche di crescita: il caso Elite

Il tema della mancata preparazione culturale alla crescita e alla quotazione è una delle cause più ampiamente condivise tra gli operatori finanziari per spiegare l'assenza delle PMI dal listino italiano. Gli intermediari italiani, mostrano di condividere il percorso intrapreso da Borsa Italiana con l'obiettivo di favorire la crescita culturale e dimensionale delle imprese come passaggi necessari a favorire una maggiore apertura del capitale nonché l'eventuale quotazione in borsa.

A tale proposito, il progetto Elite intende guidare le imprese verso una maggiore consapevolezza delle opportunità di quotazione facilitando contatti con il management di società quotate, professionisti e istituzioni finanziarie. Il **progetto Elite** si struttura in tre fasi:

1. una prima fase di formazione che intende sviluppare competenze in termini di *governance* controllo di gestione, pianificazione e accesso al capitale per condurre le aziende a una crescita di lungo periodo;
2. una seconda fase personalizzata che vede il supporto di Borsa Italiana nel miglioramento delle società per il raggiungimento di *standard* più elevati in linea con quelli delle società quotate;
3. una terza fase, che viene attivata fin dall'ingresso in Elite, in cui la società viene a contatto con diverse opportunità: visibilità (su *web* e *media*) e accesso a imprenditori e *manager* delle società quotate, *partner equity markets*, *Private*

Equity, investitori istituzionali 'di mercato' e *partner* istituzionali di Elite (al momento MEF, Fondo Italiano di Investimento, Simest).

A dicembre 2012 il progetto Elite interessa 63 PMI italiane coinvolte nella fase 1. Tali imprese appartengono a diversi settori, dall'automotive alle energie rinnovabili, dalla moda al farmaceutico e in vari casi sono già partecipate dal Fondo Italiano di Investimento (Fii).

2.5 Il ruolo degli intermediari finanziari nel percorso di avvicinamento e mantenimento della quotazione

Gli intermediari finanziari ricoprono un ruolo centrale nell'accompagnare le società nel processo di quotazione, svolgendo un'ampia gamma di attività volte non solo a verificare il soddisfacimento dei requisiti regolamentari propedeutici alla quotazione, ma anche a supportare la società nella **costruzione di un'adeguata equity story** che possa attirare l'attenzione degli investitori.

Attraverso un dialogo continuo della propria *sale force* e degli analisti di ricerca con gli investitori istituzionali nelle varie aree geografiche, l'istituto finanziario è in grado di cogliere appieno, a seconda del momento di mercato, l'eventuale interesse da parte degli investitori per un determinato settore o per aziende con particolare caratteristiche (es. *growth vs defensive*).

La '**conoscenza del territorio**' è un requisito cruciale nel coniugare l'incontro di offerta sul mercato primario con la domanda da parte degli investitori, trasferendo prontamente all'azienda l'opportunità o meno di proseguire nel processo di quotazione e, se del caso, orientare la propria attività di *marketing* dell'IPO verso aree geografiche maggiormente ricettive per la società oggetto di interesse.

Uno dei ruoli fondamentali attribuiti agli intermediari finanziari dalla teoria economica è proprio quello di ridurre le asimmetrie informative tra impresa ed investitori. Nel caso delle PMI tale attività molto spesso si esaurisce con la conclusione dell'IPO: le dimensioni limitate dell'impresa infatti rendono poco conveniente agli intermediari sviluppare attività di ricerca e produzione di informazioni su base continuativa, data l'esiguità delle eventuali commissioni di negoziazione ricevute in cambio. La mancanza di analisti che producano, con continuità, equity research sulle PMI quotate a sua volta ostacola l'investimento da parte degli investitori istituzionali.

Sarebbe auspicabile istituire l'obbligo, per tutte le PMI quotate, a farsi assistere da uno Specialist (come ad esempio già avviene per il segmento Star)²⁶ che oltre a

²⁶ Vedere Proposta 7: Specialist e ricerca azionaria per le PMI: Introdurre l'obbligo di assistenza da parte di uno specialist per le PMI quotate e sviluppare agevolazioni per la pubblicazione di equity research sulle PMI.

pubblicare la ricerca provvederebbe anche a migliorare la liquidità delle azioni sul mercato. Più in generale, al fine di **incentivare la pubblicazione di equity research sulle PMI**, occorrerebbe prevedere forme di incentivazione per gli intermediari, in termini di riduzione delle commissioni di negoziazione ad essi applicate o in altre forme come la partecipazione privilegiata ad eventi dedicati alle PMI.

2.6 La domanda di mercato: gli investitori

Fino a questo momento, l'accento è stato posto sui fattori che storicamente hanno limitato l'offerta delle imprese italiane in borsa. Vale la pena ricordare che molti di questi fattori sono noti agli operatori da parecchio tempo e già in passato sono stati oggetto di provvedimenti volti alla semplificazione delle normative, alla creazione di mercati dedicati, all'introduzione di incentivi. Molto meno noto e forse sottovalutato fino ad oggi risulta essere invece il tema della domanda, ovvero dell'effettivo interesse e della capacità degli investitori per gli investimenti in PMI.

A detta di alcuni operatori, in questo momento storico, il problema più difficile da risolvere non è tanto trovare le imprese da quotare, quanto trovare i compratori per le stesse. Il settore bancario da anni ormai è interessato da un fenomeno fisiologico di concentrazione e di internazionalizzazione, il cui combinato disposto è una progressiva perdita di interesse per le PMI italiane. Inoltre, la normativa sul capitale (Basilea II e in prospettiva III) impone coefficienti di assorbimento patrimoniale più elevati per i finanziamenti erogati alle PMI, riducendone evidentemente l'appetibilità. Infine anche l'applicazione della normativa MIFID sulla negoziazione *retail* disincentiva l'operatività sui titoli delle PMI.

Se dunque dal canale bancario è logico attendersi un supporto sempre più limitato per le PMI, è opportuno incentivare il canale mobiliare affinché possa far affluire le risorse alle stesse imprese. Lo sviluppo della domanda dovrebbe essere perseguito grazie alla nascita e alla crescita di **investitori specializzati in small/mid cap italiani**, ad oggi presenti in maniera assai limitata nel nostro mercato (in Italia al momento attuale sono attivi solo 7 fondi nominalmente dedicati alle small caps italiane, per di più operativi anche su società medio grandi e/o estere, contro i 57 del Regno Unito e i 61 della Francia).

In assenza di investitori specializzati in *equity* ogni sforzo sul lato dell'offerta potrebbe non solo risultare inefficace, ma addirittura deleterio per la domanda stessa. Infatti, come già osservato in precedenza, gli investitori istituzionali interessati ad investire in un titolo neo quotato focalizzano la propria attenzione, oltre che sulle caratteristiche distintive dell'azienda, sulla potenziale liquidità delle azioni sul mercato secondario. Tale liquidità è spesso molto difficile da assicurare: la soglia minima di flottante stabilita da Borsa Italiana per le PMI quotate su AIM è pari al 10%, un livello

decisamente inferiore a quello richiesto alle imprese quotate sull'MTA. Tale aspetto, combinato con la minore dimensione media delle imprese quotate su AIM, rende gran parte delle PMI presenti su tale mercato poco liquide e dunque poco interessanti per la maggior parte degli investitori istituzionali tradizionali. A fronte di tale disinteresse si apre quindi la necessità/opportunità di sviluppare una classe di investitori istituzionali specializzati in PMI, capaci di valutarne le specificità e di offrire capitali sufficientemente pazienti e coerenti con il ritmo di sviluppo delle imprese più piccole.

I principali requisiti che tali fondi in *small caps* potrebbero recepire nel loro mandato per favorire lo sviluppo della domanda sono:

- Un *ticket* di **investimento minimo molto inferiore** rispetto agli investitori istituzionali tradizionali abbinato potenzialmente anche a una soglia di investimento massimo su ogni titolo di dimensione contenuta. Ciò al fine di favorire una maggiore parcellizzazione dell'azionariato costitutivo del flottante e potenzialmente una minore volatilità dei titoli in occasione di compravendite sul mercato e una maggiore liquidità potenziale.
- Un **orizzonte temporale** di investimento per tali fondi **più prolungato** rispetto al quale valutare il proprio operato rispetto ai fondi tradizionali (che prevedono se non quotati, una reportistica trimestrale del proprio portafoglio investimenti) al fine di limitare finalità speculative orientate al breve periodo del singolo gestore.
- Una chiara identificazione di un *benchmark* di riferimento per le PMI (attualmente per le imprese poco liquide e non incluse nell'indice All Share è previsto un indice di riferimento denominato FTSE Micro Cap), in modo da **favorire una chiara valutazione del gestore** sottraendolo alla maggiore volatilità che sovente caratterizza la *performance* dei titoli di minore capitalizzazione.

In questo quadro esperienze utili da imitare, quando non da coinvolgere direttamente, sono quelle del Fondo Strategico Italiano (FSI) e del Fondo Italiano di Investimento (FII). Entrambi i fondi, partecipati dalla Cassa Depositi e Prestiti oltre che da intermediari finanziari domestici, sono caratterizzati da una prospettiva temporale di investimento non di breve termine e da una *governance* basata su un patto strategico con l'imprenditore anche nell'ambito di un investimento di minoranza.

2.6.1 Il Fondo dei Fondi

Tutti gli intermediari intervistati concordano sulla necessità di creare un soggetto istituzionale "facilitatore" della domanda di investimenti in PMI, che attraverso il proprio intervento possa poi mobilitare e coinvolgere ulteriori risorse da parte di fondi

chiusi specializzati, fondi pensione e intermediari assicurativi. La modalità preferibile sarebbe quella dell'investimento indiretto, attraverso la costituzione di un "**Fondo di Fondi**"²⁷ dedicato alle PMI quotate, o quotate, partecipato da investitori pubblici e privati. Il Fondo così costituito a sua volta investirebbe in differenti veicoli di investimento specializzati, già esistenti o da costituire "ad hoc" con differenti forme, (fondo chiuso, fondo riservato, etc) purché con orizzonte temporale di investimento a medio-lungo termine, 3-5 anni, in linea con il ciclo di vita naturale dell'investimento in PMI.

Al fine di sostenere l'efficacia di tale iniziativa, appare fondamentale l'intervento di soggetti pubblici-para pubblici, che partecipino anch'essi al "Fondo di Fondi" e/o supportino, con una dotazione di "**seed capital**", la nascita di start up del risparmio gestito specializzate nell'investimento nelle PMI. La previsione di incentivi fiscali (ad es. la riduzione della tassazione applicata sui capital gain e/o sui dividendi), contribuirebbe ulteriormente al successo di tale iniziativa.

Affinchè il progetto possa dare un significativo impulso al segmento del mercato finanziario cui è rivolto, si ritiene necessario coinvolgere risorse sufficienti ad attivare circa 10-20 operatori, per un ammontare complessivo orientativamente pari ad 1 miliardo di euro. Per la raccolta di tale ammontare di risorse da parte del Fondo di Fondi potrebbero essere coinvolti, in qualità di "*anchor investor*", anche significativi investitori istituzionali quali, ad esempio, i Fondi Pensione e le Casse di Previdenza, oltre che le Fondazioni Bancarie e, possibilmente, le Assicurazioni.

Una volta raccolte le risorse necessarie, il Fondo di Fondi, gestito da una SGR dotata di un team dedicato, avrebbe il compito di avviare un'attività di valutazione e selezione dei soggetti, sotto forma di fondi aperti, che si candidano a gestire tali risorse. A tal proposito, i destinatari delle risorse del Fondo di Fondi dovrebbero essere selezionati all'interno di gestori professionali, in grado di dimostrare un *track record* sullo specifico segmento.

Allo stato dei fatti attuale, difficilmente una tale iniziativa potrebbe sorgere spontaneamente, in assenza di **moral suasion** e **co-investimento da parte pubblica** e di **incentivi fiscali**. Tutti questi ingredienti si sono dimostrati fattori di successo in iniziative analoghe intraprese recentemente in altri Paesi (es. Francia). I vantaggi ritenuti più importanti che deriverebbero dalla costituzione di un Fondo dei fondi sarebbero: la facilitazione del *fund raising* iniziale, coagulando le disponibilità in **un'iniziativa di sistema**; l'apertura all successiva partecipazione anche da parte di altri investitori istituzionali, auspicabilmente esteri, nonché degli investitori *retail*; l'esternalizzazione dell'attività di selezione e gestione degli investimenti, favorendo

²⁷ Vedere Proposta 4: Creare un Fondo di Fondi: finalizzato a facilitare l'investimento in PMI da parte di Fondi chiusi specializzati, fondi pensione e intermediari assicurativi.

un'opportuna **competizione tra i differenti veicoli di investimento**; il rafforzamento dell'industry italiana specializzata nell'investimento in PMI quotate (e quotande), valorizzando analisti e gestori specializzati.

Il Fondo avrebbe una forte **valenza istituzionale** ed una forte capacità di catalizzazione dell'interesse sia dei media, sia di potenziali investitori, partendo dalle peculiarità del sistema economico/industriale italiano e cercando al contempo di superarne i limiti, sia dimensionali che di cultura manageriale ed organizzativa.

Anche dal punto di vista del mercato un investimento effettuato dal Fondo avrebbe una **credibilità ben superiore rispetto ai tentativi passati**, in quanto:

- gli investimenti del Fondo dovrebbero essere limitati ad IPO in cui la componente di offerta rappresentata da nuove azioni in aumento di capitale sia esclusiva o prevalente (ad esempio minimo 75% dell'IPO).
- Il Fondo dovrebbe essere guidato, sempre sulla scorte delle precedenti esperienze dei fondi "di sistema", da un soggetto di altissimo profilo e con riconosciute competenze nell'equity/asset management.
- interverrebbe in IPO sottoscrivendo una quota significativa dell'offerta (ad esempio il 15-20%), agendo come una sorta di *cornerstone/anchor investor*, sulla scorta di quanto avviene talvolta in IPO sia in Italia sia all'estero.
- agirebbe con piena discrezionalità, valutando caso per caso l'equity story ed il prezzo di IPO; anche in questo caso ciò sarebbe in linea con la prassi per investimenti da parte di *cornerstone/anchor investor*, che, dietro impegno di confidenzialità, hanno tipicamente accesso al management ed ai numeri della società con un certo anticipo rispetto al mercato.

Poiché il Fondo sottoscriverebbe solo una quota dell'IPO, la realizzabilità della singola IPO dipenderebbe, in ultima istanza, dalla effettiva generazione di ulteriore domanda da parte degli investitori istituzionali/retail, sufficiente a coprire l'intera offerta. Di conseguenza, sarebbe utile prevedere una sorta di "paracadute" istituzionale ed esplicito nel caso in cui la domanda di mercato non fosse sufficiente a completare l'IPO, ma nello stesso tempo si volesse mantenere il supporto alla società. Si potrebbe in tal caso ipotizzare la disponibilità da parte del Fondo stesso ad investire nel capitale della società su basi "private", come tipico degli investimenti di FII o di altri fondi di private equity, sottoscrivendo in questo caso l'intero aumento di capitale previsto per l'IPO allo stesso prezzo o ad un prezzo comunque "trasparente". In tal modo si darebbe valenza istituzionale e piena trasparenza, da descrivere anche in Prospetto Informativo, ad un processo di cosiddetto "*dual track*" che spesso è invece gestito in modo opaco da società che si affacciano sul mercato azionario e poi invece preferiscono operazioni di M&A in concorrenza con l'IPO.

In sintesi dunque la costituzione di un Fondo dei fondi specializzato nella quotazione delle PMI consentirebbe di mobilitare le risorse finanziarie atte far ripartire il mercato dal lato della domanda, creando una sorta di “volano” iniziale cui possano poi agganciarsi e contribuire anche gli investitori privati. Una domanda più ampia e stabile faciliterebbe non solo la conclusione delle IPO, ma anche una maggiore liquidità sul mercato secondario, rendendo quindi la quotazione una scelta più appetibile per le PMI italiane. Al contempo, il Fondo favorirebbe lo sviluppo e la presenza in Italia di operatori specializzati nell’investimento in *small caps*, per colmare almeno in parte il notevole gap di competenze ed operatori che caratterizza il nostro mercato rispetto ai concorrenti europei.

2.7 Incentivi fiscali e moral suasion

Eventuali incentivi fiscali²⁸ possono contribuire a stimolare ulteriormente lo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Tali agevolazioni possono evidentemente essere prese in considerazione nella misura in cui siano compatibili con gli obiettivi di bilancio dell'erario e potrebbero essere definiti per stimolare sia l'offerta delle imprese sia la domanda degli investitori nel rispetto delle normative europee.

Storicamente, gli incentivi all'offerta hanno giocato un ruolo importante nel promuovere la quotazione delle imprese italiane. Il maggior numero di IPO nel nostro mercato si è registrato nella seconda parte degli anni Novanta, in corrispondenza non solo di un trend rialzista dei prezzi, ma anche di provvedimenti atti a ridurre l'onere fiscale per le imprese quotande. Tuttavia va sottolineato che la proposta di eventuali nuovi incentivi alle imprese è subordinata al rispetto della normativa comunitaria relativa agli aiuti di Stato. Di recente, infatti, la Corte di Giustizia europea ha ribadito l'illegittimità le agevolazioni fiscali concesse in precedenza dallo Stato italiano, a causa della loro natura "selettiva", in quanto limitate ad IPO del periodo ottobre 2003-dicembre 2004.

Le misure disponibili potrebbero essere molteplici e potrebbero riguardare la riduzione dell'aliquota IRES per un certo numero di anni, ad esempio in linea con l'aliquota IRPEG ridotta al 20% prevista nel 2003, oppure un ACE (Aiuto alla Crescita Economica) "rafforzata", ossia come deduzione dal reddito imponibile del rendimento figurativo degli apporti di capitale, sulla scorta di quanto già introdotto dal decreto legge n. 201 del 6 dicembre 2011: in caso di IPO, si potrebbe prevedere un rendimento nozionale da applicare all'aumento di capitale superiore a quello previsto dal decreto (attualmente al 3%). Un approfondimento su questo tema è in corso di realizzazione nell'ambito del gruppo di lavoro "Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese". Gli autori dello studio²⁹ propongono un potenziamento dell'ACE (con aumento dell'aliquota al 6%) e l'introduzione di un credito di imposta sulle spese sostenute per l'IPO, utilizzabile nei tre anni successivi. Lo studio propone anche un tentativo di stima del costo complessivo degli incentivi, ipotizzando la quotazione di 80 imprese nell'arco di 7 anni, con un aumento di mezzi propri pari a 15 milioni ciascuna, gli incentivi assommerebbero a 664 milioni in 7 anni. Un costo che peraltro verrebbe in buona volta compensato dal risparmio di gettito maturato dallo Stato a seguito della sostituzione di debito con equity, giungendo ad un esborso netto nel lungo periodo di impatto molto contenuto (3 milioni).

²⁸ Vedere Proposta 6: Prevedere incentivi fiscali: Gli incentivi fiscali rappresentano un fattore determinante per facilitare la quotazione delle imprese in Italia come nei principali paesi europei.

²⁹ Prof. Stefano Caselli e Prof. Guido Corbetta, Università Bocconi

Parallelamente agli incentivi diretti alle imprese, sarebbe utile inoltre prevedere dei meccanismi, anche di *education* e di *moral suasion*, idonei a favorire la decisione dell'imprenditore di ampliare il più possibile il flottante. Questo può mettere in discussione il controllo quantitativo (ma non effettivo) dell'azienda a favore della realizzazione di programmi ambiziosi di crescita che rappresentano il presupposto di una quotazione di successo.

Pur non disdegnando un intervento di defiscalizzazione diretto alle imprese, molti intermediari hanno mostrato apprezzamento anche in merito all'opportunità di varare provvedimenti rivolti ad **incentivare la domanda da parte degli investitori**. Una strada perseguibile, ad esempio, è di introdurre agevolazioni di carattere fiscale per le persone fisiche e le imprese che sottoscrivono quote di veicoli specializzati nell'investimento in società *small cap* quotate su mercati non regolamentati, quali l'AIM Italia, così come già fatto negli anni scorsi in Canada, Regno Unito e Francia. L'incentivo potrebbe consistere in una detassazione del reddito imponibile destinato ad investimenti in PMI e/o in una riduzione nella tassazione delle plusvalenze. Si vedano a titolo di esempio alcuni casi stranieri.

In **Canada** una delle chiavi di successo della quotazione delle PMI è stata quella dei fondi dedicati uniti alla detassazione degli utili per gli investitori. In particolare ogni persona fisica può investire 5.000 CAD (3.900 euro) all'anno tramite un conto dedicato agli investimenti azionari in PMI e, se mantiene l'investimento per un minimo di anni, gli utili (dividendi e *capital gain*) sono completamente detassati.

Nel **Regno Unito** il *Finance Act* del 1995 ha previsto, tra l'altro, la costituzione di Venture Capital Trust (VCT): fondi aperti che raccolgono le risorse finanziarie principalmente da soggetti *retail* investendole in imprese *small cap* quotate e non. Per favorire la nascita di tali fondi sono stati previsti incentivi fiscali a favore degli investitori *retail* che sottoscrivono quote dei fondi stessi. In estrema sintesi, sono previste le seguenti tipologie di agevolazioni fiscali:

- la prima (*dividend relief*) prevede un'esenzione dall'imposta sul reddito dei dividendi relativi ad azioni ordinarie del VCT;
- la seconda (*income tax relief*) prevede un'esenzione dall'imposta sul reddito fino al 30% dell'investimento sottoscritto in VCT (40% per gli investimenti precedenti al 2006) per un ammontare massimo dell'investimento in VCT di 200.000 GBP.
- la terza (*capital gain tax relief*) consiste in una esenzione (*disposal relief*) della tassazione delle plusvalenze derivanti dalla cessione delle azioni possedute in tali veicoli.

In combinazione con i VCT la normativa inglese prevede anche l'*Enterprise Investment Scheme* (EIS) che può essere utilizzato da investitori individuali che sottoscrivono direttamente nuove azioni di società quotate all'AIM. L'investimento massimo ammesso è 1 milione di GBP per anno e permette all'investitore di beneficiare di una deducibilità

del 20% dell'investimento dal reddito annuale (agevolazione iniziale), cui si aggiunge l'esenzione dall'imposta sul *capital gain* al momento della cessione o la possibilità di detrazione delle perdita se la società fallisce o l'investimento viene ceduto

Anche la **Francia** prevede sgravi fiscali a favore degli investimenti privati nelle piccole e medie imprese. Gli incentivi fiscali riguardano sia l'imposta patrimoniale che quelle sul reddito. Nel primo caso le PMI hanno l'opportunità di raccogliere fino a 2,5 milioni di euro all'anno in aumento di capitale da investitori che possono dedurre fino al 50% del loro investimento dal loro imponibile fiscale sul patrimonio (*Impôt de solidarité sur la fortune* - ISF) fino ad un massimo di 90.000 euro per famiglia, se 90.000 attraverso investimento diretto o fino ad un massimo di 36.000 euro per famiglia, se l'investimento avviene attraverso fondi di investimento dedicati. Le società target devono essere società francesi che abbiano meno di 250 dipendenti e che abbiano un fatturato inferiore a 50 milioni di euro o un totale attivo inferiore a 45 milioni di euro.

Nel caso dell'imposta sul reddito invece l'agevolazione comprende potenzialmente tutte le PMI europee. Con la possibilità di raccogliere fino a 2,5 milioni di euro all'anno da investitori che hanno la possibilità di dedurre fino al 18% del loro investimento dal loro reddito imponibile fino ad un massimo di 50.000 euro ciascuno (100.000 euro per famiglia) se attraverso un investimento diretto o fino ad un massimo di 12.000 euro ciascuno (24.000 euro per famiglia) se attraverso fondi dedicati. Le società *target* devono esistere da meno di 5 anni, avere meno di 50 dipendenti e un fatturato inferiore a 10 milioni di euro o un totale attivo inferiore a 10 milioni di euro.

In entrambi i casi le società devono essere non quotate o quotate su un MTF (Alternext o Marché Libre), i titoli azionari devono essere mantenuti per almeno 5 anni e l'ammontare massimo di 2,5 milioni di euro per società deve ritenersi comprensivo dei due incentivi (non è possibile raccogliere 2,5 milioni deducibili dall'imposta sul patrimonio e 2,5 milioni deducibili dall'imposta sul reddito).

In Italia provvedimenti di defiscalizzazione a vantaggio degli investitori permetterebbero di creare incentivi adeguati a garantire la presenza degli investitori nel medio/lungo termine, subordinando il risparmio fiscale a periodi minimi di mantenimento dei titoli in portafoglio. In tal senso, potrebbero da un lato favorire la nascita di fondi specializzati in PMI e dall'altro facilitare anche il ritorno degli investitori individuali al mercato. Date le esperienze, anche comunitarie, sopra riportate, è indubbio che sul tema sia possibile confezionare una normativa non in contrasto con i divieti UE sugli aiuti di Stato.

Restano evidentemente da approfondire il tema del costo per l'erario (stima al momento giudicata di difficile definizione nel già citato documento a cura di Caselli-Corbetta) e le modalità di applicazione. In particolare, se tali incentivi fossero limitati agli investimenti in PMI andrebbe meglio esplicitato quale sia la dimensione minima richiesta, posto che

la definizione Comunitaria di PMI³⁰ appare eccessivamente contenuta rispetto alle caratteristiche richieste per la riuscita di una buona quotazione.

2.8 Reti di impresa e distretti. Quale ruolo nella quotazione?

Come già rilevato sopra, uno dei fattori più rilevanti che ostacolano la quotazione di un maggior numero di imprese nel nostro Paese è la limitata dimensione delle stesse. Il tessuto produttivo italiano è infatti caratterizzato da piccole e medie imprese che da sole non raggiungono le necessarie proporzioni richieste dai mercati ma che spesso collaborano tra loro in reti e/o distretti. Ad oggi in Italia le reti sono circa 350, coinvolgono oltre 2000 imprese e 5 milioni di lavoratori. Ipotizzare strumenti in grado di rafforzare questi legami potrebbe aprire la strada ad una maggiore presenza delle PMI sui mercati finanziari, specialmente in alcuni dei settori di punta del *made in Italy*.

Nel nostro ordinamento sono già previsti strumenti per formalizzare tali legami: le reti di imprese³¹. La quotazione delle reti di impresa³² è tuttavia ad oggi un percorso salita molto arduo. Dal punto di vista giuridico non è ad oggi possibile quotare una rete di imprese: le strade eventualmente percorribili per avvicinare le reti alla borsa potrebbero essere di due tipi:

- a. considerare la Rete come una prima fase di un percorso/progetto più ampio, prodromico ad una successiva formale aggregazione tra le imprese coinvolte, che in prospettiva, conferendo le proprie attività, potrebbero fondersi in un'unica società per azioni con una *governance*, un bilancio ed un capitale sociale unitari e tipici delle società quotate;
- b. sviluppare una soluzione "intermedia" che potrebbe essere rappresentata dalla formalizzazione di un "veicolo" d'investimento assimilabile alle c.d. investment company già quotate in Borsa (al MIV). Posto che andrebbero comunque risolti gli aspetti legali e regolamentari, tale *newco* potrebbe funzionare nella misura in cui risulti come una versione "rafforzata" del Fondo Patrimoniale oggi previsto, in cui sia costruito con attenzione il "confine" tra le imprese-

³⁰ La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro» Estratto dell'articolo 2 dell'allegato alla raccomandazione 2003/361/CE

³¹ Le reti di imprese sono state costituite dalla L. 33 del 09/04/2009 modificata il 30/07/2010 modificata per ultimo nel corso del 2012.

³² Vedere Proposta n. 9 Promuovere la quotazione delle reti di imprese: creare un nuovo veicolo societario di investimento per consentire la quotazione delle reti di impresa.

membre della Rete e il veicolo (in termini di “scope of work” del veicolo stesso, sua autonomia etc.).

E' evidente che la società veicolo avrebbe un ruolo dominante rispetto alle imprese della rete. In questo secondo caso le nuove entità dovrebbero basare la loro esistenza e il loro sviluppo su contratti pluriennali di esclusiva con le aziende di produzione che le hanno poste in essere, garantendo in tal modo il raggiungimento di sinergie sul fronte sia dei ricavi che dei costi, pur nel rispetto dell'autonomia patrimoniale delle singole entità sottostanti. In pratica, sotto il profilo dei ricavi (e quindi delle vendite) i partecipanti al progetto di aggregazione dovrebbero essere vincolati dall'obbligo di mettere a disposizione del nuovo soggetto giuridico la totalità della produzione, in modo che questa possa essere offerta al mercato, anche con riferimento ad aree geografiche difficilmente raggiungibili dalla singola impresa e attraverso il perseguimento di economie di scala sul fronte commerciale.

Al tempo stesso, in termini di costi, la nuova entità giuridica (rete o quant'altro) potrebbe offrire servizi collettivi alle aziende facenti parte dell'aggregazione, centralizzando alcune importanti attività come quella relativa agli approvvigionamenti, alla logistica, all'area amministrazione e finanza, permettendo in questo modo il raggiungimento di importanti sinergie e risparmi. Per permettere l'ingresso di investitori terzi, è necessario che queste forme di aggregazione assumano la forma giuridica di società di capitali e vengano gestite da manager esterni rispetto alle aziende che le hanno poste in essere. Tali forme di aggregazione potrebbero facilitare anche l'emissione di titoli obbligazionari riferibili ad una pluralità di imprese (sul modello dei cosiddetti «bond di distretto») in modo da permettere il raggiungimento di una massa critica sufficiente a garantire liquidità ed interesse verso i titoli emessi.

Gli ostacoli da affrontare sarebbero tuttavia numerosi, in considerazione dei seguenti principali elementi:

la Rete d'Impresa è sostanzialmente un'aggregazione di tipo contrattuale multilaterale, finalizzata alla realizzazione di un programma comune, ma dove l'autonomia gestionale e patrimoniale dei singoli membri mantiene una importanza prevalente. Per quanto la normativa preveda ora che, su base volontaria, la rete possa dotarsi anche di un Fondo Patrimoniale comune, sembra che questo non possa comunque intendersi come “il” patrimonio della risultante dell'aggregazione delle imprese, ma solo una “dotazione” comune per realizzare in modo più efficiente un programma comunque limitato rispetto alla vita delle singole imprese.

- Anche la possibilità di indebitamento della Rete sembra allo stato confermare la limitata autonomia patrimoniale dell'impresa, nel senso che l'accesso a finanziamenti bancari convenzionati sembra più che altro afferire alla singola impresa aderente alla Rete, sulla base del proprio autonomo merito di credito o di garanzie di soggetti terzi quali CDP o Confidi e non dell'eventuale patrimonio della rete o neppure della mutua garanzia tra i membri della rete.
- La scarsa compatibilità con la quotazione in Borsa deriverebbe anche dalla natura "stabile" della Rete: ad essa, ed al suo eventuale patrimonio, appartengono evidentemente solo i soggetti-imprese che hanno formalizzato la adesione alla rete; l'ammissione e la permanenza sul mercato prevede invece che una certa percentuale del capitale sia "flottante", ossia liberamente trasferibile tra soggetti, investitori istituzionali e pubblico indistinto, che non potrebbero né vorrebbero entrare nel "contratto di rete", né potrebbe certamente essere considerato flottante la parte di patrimonio detenuta dalle imprese membri (in quanto la rete avrebbe natura di "super-patto parasociale")

Dal punto di vista normativo, va poi ricordato che gli attuali regolamenti di Consob e di Borsa Italiana andrebbero rivisti in profondità per consentirne la quotazione in Borsa.

Allo stato attuale le Reti esistenti richiedono più stabilità normativa, eventuali nuove norme dovrebbero quindi riguardare solamente le Reti che ambiscono alla quotazione. La quotazione delle reti è un'opportunità giudicata molto interessante da più controparti, in quanto permetterebbe di valorizzare una parte rilevante dell'economia italiana. Tuttavia tale iniziativa richiede approfondimenti giuridici e societari di ampia portata, sui quali al momento permangono opinioni piuttosto vaghe e contrastanti. Vale sicuramente la pena di effettuare tali approfondimenti per diffondere maggiore consapevolezza in merito alle possibilità, non solo commerciali e strategiche ma anche finanziarie, potenzialmente fruibili dalle aziende che appartengono alle reti.

2.9 Sviluppare la domanda: Il ruolo delle SIIQ

Introdotta dalla Finanziaria 2007, le Siiq sono società per azioni residenti in Italia che svolgono in via prevalente l'attività di locazione immobiliare: gli immobili iscritti nell'attivo e destinati alla locazione devono essere almeno pari all'80% dell'attivo patrimoniale e i ricavi da essa provenienti rappresentano almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico. Nessun socio può inoltre possedere, direttamente o indirettamente, più del 51% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria e più

del 51% dei diritti di partecipazione agli utili. Le Siiq hanno l'obbligo di essere quotate in Borsa. All'atto dell'adozione del regime Siiq, almeno il 35% delle azioni deve essere in possesso di soci che non detengano unitariamente una percentuale superiore all'2% dei diritti di voto e di partecipazione agli utili.

L'introduzione della normativa Siiq ha allineato l'Italia alla maggior parte dei paesi sviluppati (USA, Giappone; Australia, Olanda, UK e Francia in primis).

Promuovere la nascita di società di gestione attiva immobiliare quali le Siiq³³ significa, innanzitutto, favorire la quotazione in Borsa di portafogli immobiliari destinati prevalentemente alla locazione, con immediati ed evidenti benefici collettivi derivanti dalla trasparenza della gestione indotta dal controllo del mercato, dalla regolarità della distribuzione dei dividendi imposta dalla norma (cui consegue la tassabilità degli stessi) e dalla maggior liquidità dei titoli azionari rispetto al bene fisico. La normativa Siiq infatti favorisce, attraverso un regime agevolato di imposta, il conferimento a valore di mercato periziato alle società di gestione dei portafogli immobiliari, trasformando di fatto in "carta quotata" gli immobili dopo averli rivalutati.

Lo sviluppo dello strumento Siiq nel nostro Paese è stato frenato soprattutto dal cattivo andamento dei mercati azionari nel periodo immediatamente successivo all'introduzione della norma, cosicché oggi il mercato italiano può offrire agli investitori internazionali solo due Siiq, contrariamente alla larga scelta di veicoli di investimento simili possibile negli altri paesi occidentali.

Ciò non toglie, tuttavia, che si possano introdurre alcuni ritocchi alla normativa esistente per favorire lo sviluppo di questo strumento di investimento :

- è auspicabile una riduzione dall'85% al 75% della percentuale obbligatoria di distribuzione degli utili netti dell'attività di locazione per consentire un minimo di crescita autofinanziata alle Siiq italiane;
- va facilitata la permeabilità di investimento tra Fondi immobiliari e Siiq mediante l'inclusione degli investimenti in Fondi immobiliari nell'ambito della gestione esente delle Siiq³⁴.

I Reits - Real Estate Investment Trust - di cui le Siiq sono la versione italiana, sono un fenomeno imponente a livello globale di finanziarizzazione dei patrimoni immobiliari e rappresentano un motore di sviluppo incredibilmente potente in tutti i paesi sviluppati,

³³ Vedere proposta n. 10: Favorire lo sviluppo delle Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ): rimuovendo e modificando le normative che ad oggi ne ostacolano la diffusione.

³⁴ L'art. 1, comma 1, lett. c) del D.M. n. 174/2007 definisce la "gestione esente" come "l'attività di locazione di immobili posseduti a titolo di proprietà, di usufrutto o di altro diritto reale, nonché in base a contratti di locazione finanziaria; l'attività di locazione derivante dallo sviluppo del compendio immobiliare; il possesso di partecipazioni, costituenti immobilizzazioni finanziarie ai sensi dei principi contabili internazionali, in altre SIIQ o in SIINQ". Tale definizione non include gli investimenti in quote di fondi immobiliari.

con un'incidenza sul PIL che a volte sfiora il 20%. La Francia, in particolare, ha saputo utilizzare la normativa Siic, il Reit alla francese, per dotarsi di un mercato immobiliare quotato, quindi trasparente e correttamente tassato, di primo livello, capace di attrarre nel 2011 più di 12 miliardi di euro di investimenti stranieri, con introiti fiscali annuali dell'ordine dei 300 milioni di euro ricorrenti ormai da più di 5 anni, senza contare le imposte straordinarie percepite in forma di "entry tax" che hanno superato i 2 miliardi di Euro.

L'Italia ha lo stesso potenziale in termini di stock immobiliare non residenziale, ma non ha affatto la stessa profondità in termini di capitalizzazione borsistica del settore immobiliare, con pesanti effetti sulla trasparenza e sulla attrattività degli investimenti internazionali. E', quindi, necessario uno sforzo congiunto di Autorità Fiscali, Borsa Italiana, Consob e Governo per creare anche in Italia un parco di società quotate in regime Siiq all'altezza della dimensione economica del Paese.

2.10 I costi di quotazione e di compliance

I costi di quotazione, e in particolare gli oneri connessi alla permanenza sul listino, sono spesso indicati quali principali ostacoli al ricorso al mercato azionario da parte delle imprese. Il tema è particolarmente **rilevante per le PMI** che, se da un punto di vista formale-regolamentare sono esenti da certi adempimenti nel caso optino per la quotazione sul mercato ad esse dedicato AIM (eliminazione del requisito di pubblicare la relazione trimestrale, adozione di principi contabili italiani anziché internazionali, un solo bilancio sottoposto a revisione contabile in fase di ammissione, ecc.), da un punto di vista sostanziale, per instaurare un dialogo proficuo con il mercato, devono mantenere **standard di eccellenza** al pari delle imprese quotate sui mercati principali di Borsa Italiana (MTA segmento standard e segmento STAR). A titolo esemplificativo si possono indicare il mantenimento continuo dei rapporti con investitori tramite *investor relation*, la gestione dell'informazione esterna (comunicati stampa) e interna (registro *insider*, gestione comunicati *price sensitive*), i costi di mantenimento del sito internet, i costi relativi al sistema di controllo di gestione e controllo in generale (*internal audit*, organismo di vigilanza), i costi per le attività di revisione contabile, i costi per il servizio titoli, i costi per i contributi agli organi di vigilanza.

I costi di quotazione e post-quotazione non sono in valore assoluto più alti di altre piazze (es. Prada ad Hong Kong) ma semplicemente incidono maggiormente sul fatturato delle nostre società italiane che sono caratterizzate da una minore dimensione.

Inoltre è fondamentale distinguere i costi 'vivi' del processo da quelli determinati da una crescita fisiologica delle imprese. Si evidenzia che molti dei costi di quotazione e di

compliance post quotazione sono legati a procedure/aspetti organizzativi comunque necessari a governare la normale crescita aziendale e le complessità che ne derivano (controllo di gestione, piano industriale, revisori). Non dovrebbero quindi essere considerati solo come costi di IPO ma strumenti necessari:

- per leggere correttamente gli indicatori chiave di *performance* alla luce del mercato di riferimento attuale/prospettico;
- per anticipare/implementare le azioni strategiche corrispondenti.

La quotazione quindi finisce per anticipare temporalmente costi amministrativi e gestionali che probabilmente un'impresa in crescita avrebbe comunque affrontato nel lungo periodo. Ciò non toglie che, in presenza di limitate dimensioni aziendali, tali costi possano rappresentare un fattore disincentivante, pur se non determinante, alla quotazione.

In tal senso, seguendo anche lo spirito del "JOBS Act" recentemente approvato negli Stati Uniti nonché i recenti lavori della Commissione Europea³⁵ volti a semplificare il ricorso al mercato finanziario da parte delle imprese di minori dimensioni, da più parti si sottolinea l'opportunità di promuovere un *grace period*³⁶ per le PMI che abbia ad oggetto la sospensione dell'applicazione di determinate disposizioni normative particolarmente complesse e costose per i primi anni successivi alla quotazione. Ciò permetterebbe alle imprese neo quotande di non essere sostanzialmente costrette ad astrarsi completamente dalla gestione operativa e strategica, come sostanzialmente accade oggi nei mesi che precedono e seguono la quotazione, per dedicarsi esclusivamente agli obblighi normativi e regolamentari. La struttura aziendale avrebbe più tempo per adeguarsi ai nuovi standard, sviluppare le procedure necessarie e adeguare anche il sistema di governance, spalmandone i costi su più esercizi.

In un processo di riforma volto a semplificare le regole non va peraltro dimenticata la necessità di mantenere uno *standard* di trasparenza minimo sufficiente a soddisfare le esigenze degli investitori domestici ed internazionali. Da un punto di vista sostanziale, l'aumento di trasparenza è sicuramente uno strumento che fornisce all'azienda quotata elevata sicurezza e confidenza sui mercati (non soltanto finanziari).

Tuttavia un'**eccessiva disclosure** può tuttavia causare un danno se quanto pubblicato, e quindi reso noto ai concorrenti, ha un contenuto di natura strategica. Ad esempio, la normativa italiana impone una profonda disclosure alle imprese quotate domestiche in merito alle proprie controllate estere in paesi non UE. I suddetti obblighi sono stati introdotti nel TUF e rafforzati a seguito della Legge sul risparmio 262 (art. 62, 3-bis Tuf).

³⁵ Attualmente la Commissione Europea sta lavorando ad una proposta di direttiva volta a modificare le normative contabili, nonché ad una revisione della direttiva sulla trasparenza per semplificare il ricorso al mercato finanziario delle PMI

³⁶ Vedere Proposta 11. Grace period per le PMI neo-quotate: anche nello spirito del JOBS Act recentemente approvato negli Stati Uniti, stabilire la sospensione dell'applicazione di determinate disposizioni normative per i primi anni successivi alla quotazione.

Tale livello di disclosure è decisamente superiore a quanto richiesto in altri paesi comunitari, in particolare in Francia. Tale circostanza rende le imprese italiane quotate più trasparenti ma anche più vulnerabili, in quanto i concorrenti non quotati e/o non italiani potranno facilmente conoscerne le strategie ed il posizionamento competitivo proprio in quei mercati dove attualmente maggiori sono le opportunità.

2.10.1 Il prospetto informativo

Tra i vari documenti necessari per l'ammissione a quotazione, quello tipicamente oggetto di maggiori critiche è il **prospetto informativo**, considerato troppo complesso, vincolante, costoso e di scarso utilizzo pratico da parte degli investitori.

La recente introduzione del c.d. "processo tripartito" di istruttoria (un documento di registrazione relativo all'emittente, una nota informativa sugli strumenti finanziari e una nota di sintesi) ha rappresentato un miglioramento significativo, permettendo di diluire in momenti successivi la realizzazione del prospetto. Inoltre, il ricorso a tale procedura consente di avvicinare all'effettivo giorno di quotazione gli obblighi di comunicazione al pubblico derivanti dalla normativa sul Market Abuse³⁷. Ciò in quanto, con il tripartito, l'emittente presenta nella prima fase la richiesta di ammissibilità a Borsa e l'istanza di approvazione del documento di registrazione a Consob. Solo nella seconda fase l'emittente presenta la domanda di ammissione alle negoziazioni a Borsa italiana e l'istanza di approvazione della nota informativa a Consob. Ciò consente nella sostanza di posticipare l'obbligo dell'art. 114 c. 12 a circa 10 giorni lavorativi prima dell'effettivo inizio negoziazioni.

Alcuni intermediari esteri hanno sollevato la proposta di eliminare l'obbligo al prospetto di quotazione in caso di collocamento destinato ad investitori istituzionali. Tale proposta però non pare al momento concretizzabile, in quanto è la Direttiva Comunitaria sul prospetto ad imporre l'obbligo di redazione di un prospetto di quotazione nei casi di ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato, anche se il collocamento sul primario fosse destinato esclusivamente agli investitori istituzionali. Ciò in quanto dal momento in cui l'impresa è quotata anche gli investitori retail hanno potenzialmente l'opportunità di acquistare i titoli sul secondario e quindi i medesimi devono poter accedere alle informazioni sull'impresa attraverso il prospetto di quotazione. Quanto alla lingua di redazione del prospetto, lo scorso anno la Consob ha confermato che nel caso di una società italiana che si quoti in mercati regolamentati italiani il prospetto di quotazione debba essere redatto in lingua italiana in quanto il nostro mercato retail non è considerato ancora sufficientemente pronto per essere informato in lingua inglese³⁸. Si aggiunge che, pur se in altri Paesi (es Germania, Paesi nordici) i prospetti possono

³⁷ i cui effetti decorrono dal momento in cui un'impresa presenta la richiesta di ammissione alla negoziazione a Borsa Italiana (art. 114 TUF comma 12).

³⁸ *Qualora l'ammissione alle negoziazioni in un MR sia effettuata solo nello Stato membro d'origine, il prospetto è redatto in una lingua accettata dall'autorità competente (Direttiva Prospetti art. 19 c. 1).*

essere redatti in lingua inglese, al momento non vi sono ulteriori margini per sviluppare tale proposta.

3 La quotazione delle PMI nell'esperienza di alcuni mercati esteri (Brasile, Francia, Germania, Polonia, Regno Unito, Stati Uniti)

Questa sezione intende offrire un quadro d'insieme della normativa vigente in alcune giurisdizioni europee ed extra-europee al fine di consentire l'individuazione, e la migliore risoluzione, dei punti più sensibili nella disciplina relativa alla quotazione delle PMI, nell'ottica dell'introduzione nel nostro Paese di *best practice* tratte da ordinamenti esteri. Metodologicamente, l'indagine è stata svolta interpellando primari studi legali in Brasile, Francia, Germania, Polonia, Regno Unito e Stati Uniti, inviando loro un questionario (di format diverso rispetto a quello trasmesso alle constituencies italiane e esaminato nei capitoli che precedono) composto da ventidue domande focalizzate sulla procedura specificamente prevista per la quotazione delle PMI, sui mercati e sulle piattaforme ad essa dedicate e sui relativi incentivi o ostacoli.

In linea generale, l'analisi complessiva delle risposte pervenute mostra:

- per un verso, la verificata propensione di tali ordinamenti esteri a favorire la quotazione delle PMI con regole *ad hoc* finalizzate alla riduzione degli oneri amministrativi e dei requisiti minimi di capitalizzazione e di flottante;
- per altro verso, le esperienze dei Paesi in questione rivelano come, cionondimeno, la quotazione sia percepita dalle PMI come processo particolarmente oneroso e complesso, tale da dissuadere l'imprenditore dal farvi ricorso, soprattutto per il timore di perdere il controllo della propria azienda o comunque sottostare ad una gestione più procedimentalizzata (ed in qualche misura concertata) della stessa.

In particolare, corre l'obbligo di segnalare come la Francia abbia manifestato una particolare sensibilità per l'introduzione di strumenti e regole particolarmente incentivanti la quotazione delle PMI. In questo contesto, Euronext ha costituito un gruppo di studio per elaborare le linee guida della nascita di un nuovo mercato dedicato espressamente alle PMI (c.d. Borsa dell'Impresa o The entrepreneurial exchange). Una prima bozza di proposta è stata presentata al mercato il 3 Luglio 2012 e, a seguito di un processo di consultazione, il 30 Ottobre 2012 è stato pubblicato il report definitivo, contenente **30 raccomandazioni** ritenute rilevanti ai fini del successo di tale nuova piattaforma (per una sintesi di tali raccomandazioni v. pag. 45 s.). Diversi di tali profili presuppongono, peraltro, modifiche legislative (specie in relazione alla normativa fiscale) considerate catalizzatori della crescita di un effettivo nuovo mercato per le PMI.

Ciò posto, va peraltro premesso come una ricognizione delle regole dettate in relazione alla quotazione delle PMI non possa prescindere da una preliminare considerazione terminologica. Per un verso, infatti, nonostante si faccia anche all'estero riferimento al concetto di PMI, in realtà manca un'armonizzazione di tale nozione al di fuori della UE o manca del tutto una definizione legislativa di PMI. Per altro verso, sebbene all'interno della UE si faccia solitamente riferimento alla Raccomandazione della Commissione UE del 2003 sulla nozione di PMI (cfr. Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea L 124 del 20 maggio 2003), tale definizione potrebbe ben essere superata da normative statali che ne estendessero i parametri.

Mancando una perfetta identità ed immutabilità definitoria al riguardo, le considerazioni che seguono devono ovviamente essere 'lette' alla luce dell'ambito che ciascun Paese avrà voluto assegnare alla nozione di PMI. A mero titolo esemplificativo, si segnala come:

- la Raccomandazione UE sulle PMI sostanzialmente identifichi tali soggetti in quelle imprese con meno di 250 dipendenti e meno di € 50 milioni di fatturato;
- la già ricordata bozza di proposta Euronext per la creazione di un nuovo mercato dedicato alle PMI, in realtà sussume come parametro di riferimento le imprese che abbiano meno di 5000 dipendenti e di € 1,5 miliardi di fatturato. Ugualmente, la normativa francese che già oggi elimina certi obblighi di *disclosure* per le PMI, utilizza come riferimento la nozione di "*Valeur Moyenne et Petite*" (c.d. "VaMP"), ai sensi della quale rientra in tale categoria la società che abbia una capitalizzazione di borsa inferiore a € 750 milioni (e che costituiscono circa il 75% delle società quotate all'Euronext di Parigi);
- oltreoceano, il *Jumpstart Our Business Startups Act* (c.d. "JOBS Act")³⁹, la recente normativa statunitense pensata per agevolare la quotazione di titoli da parte delle cosiddette "*emerging growth companies*" ("EGCs"), in specie del settore tecnologico, identifica queste ultime come le società con un fatturato annuo inferiore a \$ 1 miliardo.

3.1 I segmenti dedicati alle PMI, minimi di capitalizzazione e di flottante

In alcuni Paesi esistono mercati che potremmo dire essenzialmente concepiti per attirare le PMI (ad es. Francia e Regno Unito (cfr. [lett. A](#)), mentre in altri Paesi, pur non esistendo segmenti specificamente a ciò dedicati, esistono pur sempre regole particolari che rendono più semplice la quotazione delle PMI (cfr. [lett. B](#)).

³⁹ Cfr. *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, H.R. 3606 firmato il 5 aprile 2012.

Mercati/segmenti concepiti essenzialmente per le PMI

In Francia e Regno Unito sono, tra quelle esaminate, le giurisdizioni nelle quali è maggiore la specificità dei mercati per le PMI.

3.1.1 Francia

In **Francia**, nel 2005 è stato istituito *Alternext* con l'obiettivo di finanziare la crescita delle PMI attraverso la loro quotazione. *Alternext* è a tutti gli effetti un mercato regolamentato MTF e quindi si differenzia dal c.d. *Marché Libre*, rappresentando dunque per gli investitori una trasparenza e sicurezza regolatoria significativa. Al tempo stesso, peraltro, *Alternext* si caratterizza per la presenza di requisiti di ingresso meno severi di quelli previsti in *Euronext*, principale mercato regolamentato. Si veda in proposito la seguente tabella, che riporta le principali caratteristiche di *Alternext* rispetto ad *Euronext* e al cd. *Marché Libre*:

	EURONEXT	ALTERNEXT	MARCHE LIBRE
Flottante	Richiesta la quotazione di almeno il 25% della società, o del 5% se corrispondente ad € 5 milioni	Almeno € 2,5 mln.	Nessuna soglia minima
Documentazione	Ultimi tre anni di bilanci certificati più prospetto ultimi 6 mesi certificato (obbligatorio IFRS)	Bilanci degli ultimi due anni (a scelta IFRS o National Accounting Standards)	Bilanci degli ultimi due anni (a scelta IFRS or National Accounting Standards)
Controllo pre-quotazione	Possibilità di lock-up sui titoli acquistati nell'anno precedente la quotazione Euronext è informata di ogni acquisizione e trasferimento realizzato nell'anno precedente la quotazione	Nessun controllo	Nessun controllo

Alla fine del 2011, su *Alternext* erano quotate circa 180 società.

Per quanto concerne la Francia, come già detto, il 30 Ottobre 2012 è stato pubblicato il report definitivo del gruppo di lavoro costituito all'interno di NYSE Euronext, per l'introduzione di un nuovo mercato pan-europeo, la c.d. "Borsa dell'Impresa". In essa dovrebbero confluire le società oggi quotate all'Alternext e le società quotate nei segmenti B (capitalizzazione da € 150 milioni a € 1 miliardo) e C (capitalizzazione inferiore a € 150 milioni) del mercato Euronext. I contorni di tale mercato, che dovrebbe essere replicato nei Paesi nei quali opera NYSE Euronext (quindi non solo in Francia ma anche in Belgio, Olanda, Portogallo etc.), sono ancora da delineare con precisione. L'idea è quella di un contesto nel quale la regolazione sia contenuta, ma pur sempre esistente per evitare fenomeni speculativi quali il trading algoritmico ad alta frequenza (che in tale mercato sarebbe **vietato**). Il summenzionato report definitivo contiene 30 raccomandazioni ai fini della creazione della nuova "Borsa dell'Impresa", tra cui si segnalano le seguenti:

- adeguamento del quadro normativo alle PMI (senza imporre ulteriori costi agli emittenti) e introduzione di un insieme di misure normative e fiscali che favoriscano il finanziamento delle PMI;
- aumento della liquidità delle PMI, anche attraverso adeguati meccanismi tecnici di borsa;
- offerta di prodotti finanziari personalizzati: in particolare sarà possibile per le imprese procedere alla quotazione di bond (Initial Bond Offerings, IBOs), così da consentire la sollecitazioni di capitali da parte delle PMI, senza peraltro aprire l'azionariato e la gestione a soggetti terzi;
- creazione di un mercato che combini le caratteristiche di sicurezza di un mercato regolamentato (disciplinato da direttive europee) con le caratteristiche di flessibilità di un mercato organizzato come Alternext; canalizzazione dei risparmi nelle PMI e nelle imprese in crescita;
- creazione di un "Comitato Consultivo di Quotazione" in ogni paese all'interno della "Borsa dell'Impresa" con il compito di fornire consulenza e assistenza ai responsabili delle aziende che intendano quotarsi a breve e medio termine, aiutando gli stessi e i loro sponsor/partner per la quotazione a ottimizzare le risorse del mercato al fine di garantire che la quotazione sia un successo;
- adozione di un pacchetto economico incentivante, che comprenderebbe, ad es., l'esenzione totale dal pagamento della listing fee per il primo anno di quotazione per tutte le imprese con capitalizzazione inferiore a € 100 milioni; sconti per quelle imprese che fanno ricorso al mercato regolarmente (ad es. anche per quotare le obbligazioni);
- creazione di partnership di lungo termine tra le società che intendano quotarsi alla "Borsa dell'Impresa" e i loro sponsor/partner per la quotazione, anche mediante l'offerta di una gamma più ampia di servizi accessori;

- adozione di un quadro fiscale incentivante al fine di incoraggiare gli investimenti nelle PMI;
- promozione di un quadro regolamentare europeo “su misura” che colmi il divario di competitività tra Unione Europea e Stati Uniti (in aumento a seguito dell’emanazione del JOBS Act americano), anche mediante la creazione di un mercato regolamentato su base transfrontaliera e l’innalzamento del tetto per gli aiuti di stato in Europa da 2,5 milioni a 5 milioni di euro;
- adeguamento dei regolamenti nazionali di borsa in ogni paese;

Il gruppo di lavoro costituito all’interno di NYSE Euronext propone che si addivenga all’adozione della decisione ufficiale di procedere alla creazione della “Borsa dell’Impresa” entro dicembre 2012 e all’effettiva apertura di tale nuovo mercato in tempi ragionevoli (possibilmente entro l’estate del 2013).

3.1.2 Regno Unito

Nel Regno Unito, oltre ai due mercati principali regolamentati (cosiddetti *Premium* e *Standard*), esistono due mercati particolarmente favorevoli alla quotazione delle PMI:

- i. il mercato denominato *AIM*, istituito e controllato dal *London Stock Exchange*, che ad oggi conta oltre 1.000 imprese, il 57% delle quali con capitale inferiore a 25 milioni di sterline, e che rappresenta uno dei mercati di maggior successo per le PMI e per le imprese in fase di crescita. In quanto mercato non regolamentato, l’AIM consente un accesso subordinato a requisiti meno rigorosi di quello sul mercato cd. *premium*; in particolare, **non è richiesta la presentazione di un Prospetto** approvato dalla *UK Listing Authority – UKLA* – (salvo che non si intenda presentare un’offerta al pubblico) ma, conformemente alle *AIM Rules*⁴⁰, una semplice domanda di ammissione che **non richiede in ogni caso la preventiva approvazione** da parte dell’UKLA. Una società che intenda quotarsi sul mercato AIM deve comunque presentare un annuncio almeno 10 giorni prima della data prevista per la quotazione;
- ii. il mercato denominato *PLUS-SX*, controllato dalla società *PLUS Markets Group Plc.*, specificamente dedicato alla PMI ed alle imprese in fase di crescita⁴¹.

Si segnala che di recente, anche in risposta a simili cambiamenti introdotti negli Stati Uniti con il JOBS Act, il governo britannico, in collaborazione con il London Stock Exchange, ha presentato proposte volte a rendere meno severi alcuni requisiti di

⁴⁰ L’ultima versione delle AIM Rules (Febbraio 2010) è disponibile on-line all’indirizzo <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/rules/aim-rules-for-companies.pdf>

⁴¹ Le *PLUS Rules for Issuer* sono disponibili on line all’indirizzo <http://www.plus-sx.com/infostore/New-Applications/IssuerRules.pdf>.

ingresso, al fine di consentire alle imprese in forte crescita (in particolare nel campo informatico/tecnologico) di prendere in considerazione la possibilità di quotarsi sul Main Market di Londra. I dettagli del progetto non sono ancora delineati ma si prevede che le proposte comprenderanno una riduzione del requisito di flottante (attualmente pari al 25% per le imprese sul Main Market), un allentamento di alcuni criteri di idoneità (come, ad esempio, la necessità di un track record finanziario di 3 anni) e un allentamento degli obblighi di informativa finanziaria per un certo periodo successivo all'ammissione.

Mercati/segmenti con accesso 'agevolato' per le PMI

3.1.3 Stati Uniti:

Lo Standard Instructions for Filing Forms under the Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, e l' Energy Policy and Conservation Act of 1975 Regulation S-K⁴² prevedono in generale agevolazioni per le imprese che abbiano un flottante inferiore a \$ 75 milioni, cd. *smaller reporting companies*, le quali hanno minori obblighi informativi relativi, *inter-alia*, alla corporate governance, alle retribuzioni del management, alle relazioni sulle condizioni economiche e finanziarie della società e sull'andamento delle attività;

Le stesse agevolazioni sono state estese dal già citato "JOBS Act" anche alle imprese che abbiano un fatturato lordo inferiore a \$ 1 miliardo, le cd. Emerging Growth Companies (EGC). A seguito del JOBS Act, le quotazioni delle EGC, che rappresentano la maggior parte delle quotazioni sui mercati statunitensi, sono soggette a obblighi informativi e di *compliance* notevolmente ridotti: *inter alia*, è previsto che le EGC (1) possano inizialmente procedere in modo confidenziale al *filing* presso la SEC e sottoporsi all'esame della stessa senza che il pubblico venga informato, e (2) non siano tenute a rispettare determinati requisiti di controllo interno (altamente controversi e costosi). Le più rilevanti novità introdotte dal JOBS Act riguardano inoltre:

(A) modifiche al processo di quotazione:

- le EGC sono ora autorizzate a comunicare, prima o dopo il *filing*, con potenziali investitori istituzionali accreditati o con acquirenti istituzionali qualificati;
- il *filing* dovrà essere reso noto al pubblico almeno 21 giorni prima dell'inizio del *road show*;
- sono richiesti solo i bilanci sottoposti a revisione contabile degli ultimi due anni (invece dei tre anni precedentemente richiesti);

⁴² Cfr. *Standard Instructions for Filing Forms under the Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, and Energy Policy and Conservation Act of 1975 Regulation S-K*, artt. 101, 201, 301, 302, 303, 305, 402, 404, 407, 503, 504 and 601.

- vengono meno le limitazioni alla facoltà degli intermediari di pubblicare ricerche su una EGC nel periodo pre- e post-quotazione, nonché le restrizioni in materia di comunicazioni tra gli analisti e i potenziali investitori (e gli analisti sono autorizzati a partecipare insieme alle banche di investimento alle comunicazioni con il management di un EGC in relazione a una quotazione);
- (B)** esenzioni transitorie per le EGC neo-quotate (fino a 5 anni):
- esenzione dalle disposizioni del Dodd-Frank Act che prevedono ad es. obblighi estremamente dettagliati in tema di compensi per il management, Golden Parachutes ed altri pacchetti retributivi;
 - obblighi informativi semplificati in relazione ai compensi del *management*;
 - esenzione dall'applicazione dei principi contabili recentemente adottati o modificati, fino a quando la SEC non stabilisca espressamente che tali principi debbano applicarsi alle società pubbliche;
 - esenzione dalle disposizioni del Sarbanes-Oxley Act che richiedono che un *auditor* indipendente certifichi l'efficienza del sistema di controllo interno in relazione alla rendicontazione finanziaria.

3.1.4 Altri mercati europei

Per quel che concerne le altre giurisdizioni estere, sebbene non ci siano mercati specificamente concepiti per le PMI, si segnala la presenza di uno o più mercati le cui condizioni di ingresso risultano meno rigorose, e dunque si presentano più facilmente accessibili anche per le imprese di dimensioni minori.

In particolare, si segnala che:

- in **Polonia**, per accedere al *New Connect* **non** sono richiesti requisiti minimi di capitalizzazione, **non** si applicano le disposizioni che impongono la presentazione di un'OPA al raggiungimento di determinate soglie di acquisto (disposizione, questa, particolarmente interessante), e sono previsti obblighi di trasparenza meno rigorosi (ed in particolare, non è necessaria la presentazione del report semestrale). All'impresa che intende accedere al *New Connect* è richiesto unicamente che il trasferimento delle azioni non sia limitato in alcun modo.
- in **Germania**, dove sussistono due mercati principali (uno disciplinato secondo le regole UE, il c.d. *Regulated Market*; l'altro, disciplinato da Deutsche Borse AG, il c.d. *Open Market*), la quotazione sul cd. *Open Market* richiede una capitalizzazione inferiore a quella richiesta per l'ingresso nel *Regulated Market* (emissione iniziale

pari ad almeno € 750.000 invece di € 1.250.000 euro), un minore capitale flottante richiesto (10% anziché 25%) e un più esiguo numero di informazioni finanziarie (bilancio consolidato della società dell'ultimo anno e non degli ultimi tre anni). In ogni caso, è comunque prevista la predisposizione di un prospetto.

3.2 Il costo globale di quotazione e il costo annuale per essere quotati

In tutte le giurisdizioni esaminate, i costi legati alla quotazione in borsa, seppur variabili, risultano significativi, tali da costituire - come si è detto e come si vedrà anche in seguito - uno dei principali disincentivi per la quotazione delle PMI.

In linea generale, emerge che il costo iniziale può variare in base ai seguenti fattori:

- settore di appartenenza e dimensione dell'impresa;
- tipologia e dimensione della quotazione e mercato prescelto;
- attori coinvolti nella quotazione.

Tra le principali voci di costo iniziale, derivanti dall'IPO e dall'ingresso iniziale in borsa, si segnalano:

- commissione di sottoscrizione e collocamento dei titoli, pagata alla banca collocatrice, mediamente quantificabile in un *range* compreso tra lo 0,5% ed il 5% circa del valore del flottante;
- spese professionali (*i.e.*, legali e revisori contabili), che dipendono dalla dimensione della società e dalla documentazione richiesta e che quasi sempre residuano anche post-quotazione. Ad esempio, nel Regno Unito, le società quotate sul mercato AIM sono obbligate a sostenere ogni anno le spese per il Nominated Adviser (cd. Nomad), con costi variabili tra 50 e 75 mila sterline all'anno;
- costi di *listing*, ovvero commissioni riconosciute alla società di gestione del mercato;
- costi specifici previsti dalle singole giurisdizioni, quali, ad esempio, le tasse amministrative da corrispondere all'Autorità di tutela competente (*i.e.* BaFin fees in Germania, da € 6.500 a 10.000).

Ai costi testé segnalati occorre aggiungere i costi correnti legati allo *status* di 'società quotata', quali tasse governative, costi imposti dagli oneri di trasparenza e *compliance*, costi di *governance*.

Una comparazione efficace di tutti i costi diretti e indiretti associati alla quotazione in paesi differenti è molto difficile da realizzare. Tuttavia alcuni spunti possono essere offerti dalle seguenti tabelle, nelle quali vengono confrontati rispettivamente i costi relativi all'ammissione a quotazione (figura 31) e al mantenimento dello status di

quotata (figura 32) pagati dalle imprese nei rispettivi mercati di quotazione. Poiché tipicamente le commissioni applicate sono parametrizzate alle dimensioni delle imprese, i dati riportati si riferiscono ad imprese appartenenti a vari percentili dimensionali, misurati in termine di capitalizzazione, e corrispondenti a cinque classi: micro imprese, piccole, medie, grandi e più grandi in assoluto.

La figura 31, relativa alle commissioni di ammissione, evidenzia che tra i mercati ufficiali Germania e Svizzera adottano una politica di *pricing* decisamente contenuta (addirittura irrisoria nel primo caso). Nel caso italiano i costi di ammissione sembrano all'MTA ricadere più pesantemente sulle imprese di maggiori dimensioni che sulle piccole e medie imprese. Tuttavia se si osservano i dati relativi ai mercati autoregolamentanti, come AIM, si scopre che il mercato italiano è decisamente più costoso rispetto ai corrispondenti esteri nel segmento delle micro imprese. Anche in questo caso la politica tedesca di commissioni molto basse e costanti viene mantenuta.

Quanto alle commissioni annuali di permanenza, entrambe i mercati italiani, MTA e AIM, appaiono più costosi non solo per le micro e piccole imprese, ma anche per le medie, rispetto a Germania, Gran Bretagna e Svizzera.

Figura 32 - Commissioni di ammissione a quotazione sui principali mercati in funzione delle dimensioni dell'emittente (in euro)

Caratteristiche dell'emittente	Imprese micro (1° Percentile)	Imprese piccole (25° Percentile)	Imprese medie (50° Percentile)	Imprese grandi (75° Percentile)	Imprese più grandi in assoluto
Capitalizzazione (mln euro)	10,75	53,30	170,84	797,00	71.338,00
Numero di azioni (mln)	57,88	46,34	431,31	322,67	4.007,75
 Mercati Ufficiali					
Borsa Italiana - MTA	-	25.000	25.626	119.550	500.000
Euronext	-	35.977	92.336	313.101	3.000.000
London Stock Exchange	10.956	44.989	81.807	164.330	397.187
Deutsche Borse	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500
Swiss Stock Exchange	-	9.445	10.620	16.882	63.755
NYSE	-	87.115	174.310	174.310	174.310
NASDAQ	-	104.544	174.310	174.310	174.310
 Mercati autoregolamentati					
AIM Italia	20.000	20.000	25.626	119.550	-
Euronext – Alternext	10.453	35.977	92.336	313.101	-
Aim London	10.493	24.295	43.618	81.444	-
DB – Entry standard	750/1.500	750/1.500	750/1.500	750/1.500	-

Adattato da Geranio M. Lazzari V. "Going public and listing fees around the World". in Trends in the European Security Industry. a cura di V. Lazzari. Egea 2011

Figura 33 - Commissioni di permanenza sui principali mercati in funzione delle dimensioni dell'emittente (in euro)

Caratteristiche dell'emittente	Imprese micro (1° Percentile)	Imprese piccole (25° Percentile)	Imprese medie (50° Percentile)	Imprese grandi (75° Percentile)	Imprese più grandi in assoluto
Capitalizzazione (mln euro)	10,75	53,30	170,84	797,00	71.338,00
Numero di azioni (mln)	57,88	46,34	431,31	322,67	4.007,75
Mercati Ufficiali					
Borsa Italiana - MTA	12.600	12.600	12.600	34.112	430.000
Euronext	18.600	14.200	23.208	29.470	50.000
London Stock Exchange	4.518	4.518	5.891	15.280	44.535
Deutsche Borse	7.500	7.500	7.500	10.000	10.000
Swiss Stock Exchange	4.150	4.576	5.738	12.013	38.390
NYSE	37.534	30.051	279.674	209.232	348.481
NASDAQ	32.410	26.137	69.348	69.348	69.348
Mercati autoregolamentati					
AIM Italia	12.600	12.600	12.600	34.112	-
Euronext - Alternext	18.600	14.200	23.208	29.470	-
Aim London	5.753	5.753	5.753	5.753	-
DB - Entry standard	5.000	5.000	5.000	5.000	-

Adattato da Geranio M. Lazzari V. "Going public and listing fees around the World". in Trends in the European Security Industry. a cura di V. Lazzari. Egea 2011

In linea generale, sono date significative differenze tra i costi di quotazione sostenuti da una grande impresa e quelli di una PMI. Questi ultimi possono essere anche del 50% inferiori ai primi: le società quotate sul mercato francese *Euronext*, ad esempio, mediamente corrispondono almeno € 100 mila ogni anno per i costi di mantenimento della quotazione; le società quotate su *Alternext* - soprattutto PMI- corrispondono invece circa la metà di tale importo.

Pur tuttavia, tali costi restano comunque molto alti. E così, ad esempio,

- in Francia, il costo globale della quotazione è stimato pari a circa l'8% per ogni € 10 milioni raccolti con la quotazione, mentre i costi ordinari di gestione sono stimati pari a circa il 2% su ogni € 10 milioni di capitale flottante⁴³;
- negli Stati Uniti, un recente studio ha quantificato in media il costo globale in circa \$ 13 milioni mentre i costi ordinari si attentano a circa \$ 2,5 milioni di dollari l'anno, di cui circa \$ 1-1,5 milioni per la *compliance* e le spese legali e contabili e circa \$ 1,5 milioni legati ai maggiori compensi per il management, per il CdA ed agli investimenti in tecnologia⁴⁴. Per tali ragioni, Congresso ha adottato

⁴³ Cfr. G. Rameix, T. Giami, « Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier » (Novembre 2011).

⁴⁴ Cfr. *Ernst & Young's True Costs of IPOs Survey Finds Investing in Management Team is Central Element to Companies Going Public*, ERNST & YOUNG (Nov. 14, 2011),

il già citato “JOBS Act” al fine di ridurre i costi per le società che intendono quotarsi e che hanno un fatturato lordo inferiore a \$ 1 miliardo, le già ricordate Emerging Growth Companies⁴⁵, come posto in evidenza al punto 2 *supra*.

3.3 La possibilità di quotare le obbligazioni di società non quotate

Tutte le giurisdizioni esaminate ammettono in teoria tale possibilità, anche se nella pratica essa si rileva talvolta problematica per le PMI. Tale limite è stato segnalato soprattutto in **Francia**, dove, per queste ragioni, *Euronext* (società di gestione della *Paris Stock Exchange*) ha lanciato un’offerta commerciale specificamente dedicata alle PMI, stimolando le stesse all’emissione di obbligazioni quotate quale alternativa al finanziamento tramite il canale delle banche. L’offerta consente l’emissione di obbligazioni quotate con un processo rapido ed efficace, che si caratterizza per l’assenza di oneri burocratici particolari e promette termini ravvicinati e bassi costi di emissione⁴⁶.

Nella stessa direzione si pone lo studio di Rameix e Giami (2011) concernente l’accesso al mercato finanziario da parte delle PMI, dove gli autori propongono che l’emissione di obbligazioni sia consentita in via prioritaria:

- alle PMI già quotate, qualora in grado di emettere una quota significativa di obbligazioni;
- alle PMI non quotate per le quali l’emissione di obbligazioni rappresenti la prima esperienza di *fundraising* sul mercato finanziario.

Sul tema si segnalano inoltre:

- quanto alla Polonia, la piattaforma ‘Catalyst’ istituita e gestita dal Warsaw Stock Exchange nel 2009 per le sole operazioni aventi ad oggetto *bond* (cd. ‘bond market’). In tal caso, le società emittenti sono tenute agli stessi obblighi di trasparenza ed informativi previsti per gli altri mercati/piattaforme; inoltre, esse devono partecipare ad un fondo di garanzia per il corretto svolgimento delle transazioni;

http://www.ey.com/US/en/Newsroom/Newsreleases/News_True-Costs-of-IPOs-Survey-Finds-Investing-in-Management-Team-is-Central-Element-to-Companies-Going-Public.

⁴⁵ Cfr. *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, H.R. 3606 firmato il 5 aprile 2012.

⁴⁶ Gli elementi principali dell’offerta sono evidenziati dall’opuscolo esplicativo presente on-line sul sito internet https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/eu-12451_fact_sheet_emission_obligataire_0606v2.pdf.

- nel Regno Unito, l'*Order Book for Retail Bonds* – *ORB* – piattaforma per lo scambio di *bond* sul mercato principale istituita dal *London Stock Exchange*; i più recenti report (es. *Reuters*, Maggio 2012) indicano che le PMI stanno utilizzando in misura crescente l'*ORB* e piattaforme analoghe, considerate quali forme di finanziamento alternative ai canali tradizionali;
- in Germania, uno speciale segmento di mercato, istituito nel 2011 dal Frankfurt Stock Exchange specificamente previsto per la quotazione dei *bond*, il quale fa seguito all'esperienza dell'*Open Market* della Borsa di Stoccarda dove sono quotati *bond* di numerose PMI non quotate.

3.4 Le motivazioni e gli ostacoli per la quotazione

Sulla base delle informazioni ricevute, si indicano di seguito le principali ragioni alla base della scelta di quotare una PMI nei Paesi di cui si è esaminata la situazione:

- **reperimento di *cash flow***, consolidamento del capitale e riduzione dell'indebitamento;
- **benefici fiscali**: sul punto, si segnala, a titolo esemplificativo, in **Francia** il cd. *SIIC Regime*, di cui beneficiano le società di investimento immobiliare quotate nel *Paris Stock Exchange*. Detto regime, modificato da ultimo nel 2009, offre la possibilità, per un periodo minimo di 10 anni, di beneficiare di un'esenzione fiscale sui profitti derivanti dagli immobili di proprietà, qualora le società interessate soddisfino le condizioni seguenti:
 - a. essere quotate nella Borsa di Parigi,
 - b. avere un capitale minimo di 15 milioni di euro,
 - c. avere come oggetto sociale la costruzione o compravendita di immobili;
 - d. avere un azionariato sufficientemente parcellizzato (meno del 60% nelle mani di un solo azionista o di un unico gruppo di azionisti)⁴⁷.
- **crescita esterna mediante l'utilizzo di azioni come contropartita per l'acquisizione di *asset* societari**;
- **miglioramento in termini di credibilità e reputazione della società**.

⁴⁷ Cfr. Art. 208 C del *Code Fiscal* francese.

I principali ostacoli alla quotazione segnalati dai legali contattati risultano:

- l'entità dei costi legati alla quotazione, che spinge molte PMI a rivolgersi alle tradizionali forme di credito per dotarsi di sufficiente liquidità (*e.g.* banche, *private equity*, etc.);
- la perdita del controllo della proprietà aziendale;
- gli eccessivi obblighi di trasparenza;
- la crescente volatilità del mercato finanziario;
- la difficoltà ad uscire dal mercato (cd. *delisting*).

Si riportano invece di seguito gli strumenti più interessanti tra quelli esaminati in grado di favorire la quotazione:

- la creazione di mercati che presentano requisiti di accesso meno gravosi rispetto a quelli previsti nel mercato tradizionale (si vedano gli esempi di cui al quesito 2);
- la riduzione dei costi e degli oneri amministrativi per alcune società, come previsto dal sistema statunitense o francese⁴⁸.

Quanto al ruolo di un eventuale foro dedicato alle controversie, dalle informazioni esaminate emerge che solo in **Francia** esiste un foro dedicato alle controversie tra azionisti di società quotate o comunque relative a problematiche inerenti tali società: si tratta di una sezione speciale della Corte di Appello (per le questioni civili e penali) e dell'*Autorité des Marchés Financiers - AMF* (per le questioni amministrative).

In altre giurisdizioni, quali **Polonia** e **Brasile**, sono state, invece, istituite camere arbitrali *ad hoc* finalizzate alla risoluzione di tali controversie.

3.5 Il delisting: motivazioni, procedure e costi

Tra i fattori connessi al *delisting* è possibile enumerare:

- le esigenze di *compliance* e gli ingenti costi connessi allo *status* di impresa quotata;

⁴⁸ Con riferimento al sistema francese relativo ai benefici previsti per le già descritte VaMPs (cd. *Small and Mid-Caps*, individuate nelle società con un capitale sociale inferiore a € 750 milioni), si rinvia all'elaborato dell'*AMF Working Group on VaMPs*, diretto da Y. Mansion, "*Présentation du rapport du groupe de travail sur le Valeur Moyennes et Petites (VaMP)*", Novembre 2007.

- fusioni o acquisizioni (in conseguenza delle quali l'impresa non è più indipendente);
- bancarotta, difficoltà finanziarie, ristrutturazioni, procedure di liquidazione;
- il venir meno dei requisiti previsti dalla legge.

Le procedure variano da giurisdizione a giurisdizione e risultano, in linea generale, piuttosto complesse, lunghe e costose, spesso tali da disincentivare il *delisting*.

In **Francia**, negli ultimi 5 anni (2007 – 2012), soltanto 25 imprese si sono cancellate dal mercato *Alternext*. Eccezioni in tal senso appaiono:

- il sistema di *de-listing* previsto dalla giurisdizione del Regno Unito per le imprese quotate nell'AIM (e quindi per le PMI) per le quali è sufficiente notificare la propria intenzione di cancellazione dal listino e informare il LSE almeno 20 giorni lavorativi prima della data di cancellazione prevista. Salvo diversa disposizione del LSE, la cancellazione è subordinata alla sola approvazione del 75% degli azionisti. Negli ultimi cinque anni, tra le imprese presenti sul mercato AIM hanno proceduto al *de-listing* ben 1.160 imprese. Nel 2011 ci sono state 142 cancellazioni, 42 delle quali relative ad imprese che erano state ammesse negli ultimi cinque anni;
- il sistema previsto in Germania dove la società deve soltanto presentare domanda per il *de-listing* alla Borsa la quale ha sei mesi di tempo per pronunciarsi (termine ridotto a tre mesi se la società è quotata nell'*Open Market*, come spesso accade per le PMI).

3.6 La relazione tra semplificazione delle procedure di quotazione e rischio di comportamenti fraudolenti

Sul punto, le informazioni ricevute sono concordi nel ritenere che la semplificazione delle procedure di quotazione può causare conseguenze negative, in particolare aumentando il rischio di comportamenti fraudolenti e diminuendo la fiducia degli investitori.

Si segnala al riguardo l'esperienza riportata nel *report* sulla giurisdizione tedesca. In **Germania**, in passato era possibile quotare società nell'*Open Market* senza particolari oneri amministrativi e di trasparenza (e.g. senza Prospetto) e senza obblighi di OPA. L'assenza di una regolamentazione rigorosa, tuttavia, ha permesso che numerose società quotate diventassero insolventi o che il prezzo delle loro azioni non ne riflettesse adeguatamente il valore e fosse strumento decettivo e speculativo. Per conseguenza, la *Frankfurt Stock Exchange* ha deliberato a far data dal 1 luglio 2012 la chiusura di uno dei

segmenti dell'*Open Market*, il *First Quotation Board* il cui accesso prevedeva requisiti meno rigorosi.

Unica opinione divergente sul punto appare il report relativo alla giurisdizione del **Regno Unito** per il quale il regime regolamentare 'semplificato' relativo al mercato *AIM* non sembra aver determinato conseguenze negative di rilievo.

3.7 L'impatto del *credit crunch* nel futuro delle quotazioni in Borsa

Le informazioni esaminate evidenziano, globalmente, l'assenza di correlazione tra la diminuzione della disponibilità di liquidità legata alla crisi finanziaria e la scelta di quotare in borsa una PMI.

In senso contrario, il Report del **Regno Unito** segnala come l'interesse degli investitori per la quotazione di nuove società sia diminuito in linea con il *credit crunch*, che conduce ad investire prevalentemente nelle società già quotate. In particolare, il numero di ammissioni nel mercato *AIM* è diminuito da diverse centinaia nel 2006 e 2007 sino ad arrivare a sole 39 nuove società nel 2009.

I dati pubblicati nel novembre 2011 dello studio commissionato da **Euronext** a TNS Sofres sulle aspettative in merito al tema del finanziamento delle PMI francesi ha fornito interessanti indicazioni sulla volontà di accedere a capitali diversi da quello di debito. Il 78% delle società delle 123 PMI intervistate si è detta consapevole che la possibilità di credito da parte delle banche sarebbe stata limitata nel periodo successivo a causa delle difficoltà dei mercati internazionali e della situazione economica mondiale. Tuttavia ben il 60% delle risposte ha previsto l'utilizzo del credito bancario per sostenere la crescita aziendale negli anni successivi; un paradossale aumento rispetto al 58% delle indagini precedenti. Solo il 33% delle imprese intervistate ha considerato la possibilità di aumentare il capitale attraverso un IPO.

3.8 Confronto tra le best practice internazionali

BEST PRACTICE	U.K.	Polonia	Brasile	U.S.A.	Germania	Francia
1. MERCATI / SEGMENTI CONCEPITI ESSENZIALMENTE PER LE PMI	SÌ - <u>AIM</u> (mercato non regolamentato, gestito dal London Stock Exchange – LSE); - <u>PLUS-SX</u> (gestito dalla società PLUS Markets Group Plc.).	NO ma esiste un sistema di trading alternativo (<u>New Connect</u>), più facilmente accessibile anche per le PMI.	NO (il segmento <u>Bovespa Mais</u> era stato pensato per accogliere le PMI ma non ha avuto successo a causa dei costi elevati e dei requisiti di accesso troppo gravosi).	NO	NO ma esistono segmenti di mercato maggiormente favorevoli all'ingresso delle PMI: ad es., il c.d. <u>Open Market (Entry Standard)</u> , gestito da Deutsche Borse AG.	SÌ - <u>Alternext</u> (istituito nel 2005) - Report Euronext del 2012: contiene delle proposte per la creazione di un nuovo mercato dedicato alle PMI (c.d. <u>Borsa dell'Impresa</u>).

BEST PRACTICE	U.K.	Polonia	Brasile	U.S.A.	Germania	Francia
2. OBBLIGHI INFORMATIVI E DI COMPLIANCE SEMPLIFICATI	<p>SÌ</p> <p><u>AIM</u>: requisiti di accesso meno rigorosi (ad es., non è richiesta la presentazione di un Prospetto approvato dalla UK Listing Authority - UKLA (salvo che non si intenda presentare un'offerta al pubblico) ma una semplice domanda di ammissione che non richiede la preventiva approvazione dell'UKLA; non è richiesto un trading record; non ci sono requisiti di flottante).</p>	<p>SÌ</p> <p><u>New Connect</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - non richiesti requisiti minimi di capitalizzazione; - esenzione da disposizioni che impongono il lancio di un'OPA al raggiungimento di determinate soglie di partecipazione; - obblighi di trasparenza meno rigorosi (es., non è necessaria la presentazione della relazione semestrale). 	NO	<p>SÌ</p> <p>JOBS Act: le quotazioni delle Emerging Growth Companies - EGC (con fatturato lordo inferiore a \$ 1 miliardo) sono soggette a obblighi informativi e di <i>compliance</i> notevolmente ridotti (ad es., le EGC possono inizialmente procedere in modo confidenziale al <i>filing</i> presso la SEC e sottoporsi all'esame della stessa senza che il pubblico venga informato e non sono tenute a rispettare determinati requisiti di controllo interno; sono richiesti solo i bilanci sottoposti a revisione degli ultimi 2 anni).</p>	<p>SÌ</p> <p><u>Open Market</u> richiede una capitalizzazione inferiore, un minore flottante e un più esiguo numero di informazioni finanziarie (es., solo i bilanci sottoposti a revisione dell'ultimo anno).</p>	NO
3. GRACE PERIOD PER LE PMI NEO-QUOTATE	NO	NO	NO	<p>SÌ</p> <p>JOBS Act prevede esenzioni transitorie per le EGC neo-quoted, fino a 5 anni (ad es., in materia di compensi del <i>management</i>, principi contabili, certificazione del sistema di controllo interno).</p>	NO	NO

BEST PRACTICE	U.K.	Polonia	Brasile	U.S.A.	Germania	Francia
4. COSTI CONTENUTI (DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE E/O DI MANTENIMENTO DELLO STATUS DI QUOTATA)	NO	NO	NO	SÌ JOBS Act porta a una riduzione dei costi di mantenimento dello status di quotata per le EGC (almeno per i primi 5 anni).	SÌ Commissioni di ammissione a quotazione contenute.	SÌ - costi ridotti di mantenimento dello status di quotata per le imprese con capitale inferiore a €750 milioni (c.d. Valeur Moyenne et Petite - VaMPs); - <u>report Euronext 2012</u> : propone l'esenzione totale dal pagamento della <i>listing fee</i> per il primo anno di quotazione per le imprese con capitalizzazione inferiore a €100 milioni; sconti per imprese che fanno ricorso al mercato regolarmente (anche per quotare le obbligazioni).
5. POSSIBILITÀ DI QUOTARE LE OBBLIGAZIONI DI SOCIETÀ NON QUOTATE	SÌ piattaforma <u>Order Book for Retail Bonds - ORB</u> per il trading on line di categorie particolari di <i>bond</i> quotati sul mercato principale.	SÌ piattaforma ' <u>Catalyst</u> ' istituita dal Warsaw Stock Exchange - WSE nel 2009 per i soli <i>bond</i> (cd. 'bond market').	SÌ	SÌ piattaforma di trading on line <u>NASDAQ's PORTAL</u> dedicata ai <i>private placement</i> di <i>bond</i> .	SÌ - <u>speciale segmento</u> di mercato, istituito nel 2011 <u>dal Frankfurt Stock Exchange</u> specificamente per la quotazione dei <i>bond</i> ; - <u>Open Market</u> della Borsa di Stoccarda.	SÌ anche se nella pratica talvolta problematico per le PMI. Il <u>report Euronext 2012</u> prevede la possibilità per le PMI di procedere alla quotazione di <i>bond</i> (<i>Initial Bond Offerings - IBOs</i>), senza peraltro aprire l'azionariato e la gestione a soggetti terzi.

BEST PRACTICE	U.K.	Polonia	Brasile	U.S.A.	Germania	Francia
6. INCENTIVI FISCALI	NO	NO	NO	NO	NO	<p>SÌ</p> <p>- cd. <u>SIIC Regime</u>: esenzione fiscale sui profitti derivanti dagli immobili di proprietà delle società di investimento immobiliare quotate nel Paris Stock Exchange che soddisfino determinate condizioni;</p> <p>- Report Euronext del 2012: propone l'introduzione di un quadro fiscale volto a incentivare gli investimenti nelle PMI.</p>
7. FORO DEDICATO / CAMERE ARBITRALI AD HOC	NO	<p>SÌ</p> <p><u>camere arbitrali ad hoc</u> (presso la WSE, il National Depository of Securities - NDS e la Polish Financial Supervision Authority - PFSA).</p>	<p>SÌ</p> <p><u>camera arbitrale ad hoc</u> (Câmara de Arbitragem do Mercado – CAM, sponsorizzata da BM&FBOVESPA).</p>	NO	NO	<p>SÌ</p> <p>- <u>sezione speciale della Corte di Appello</u> (per le questioni civili e penali);</p> <p>- Autorité des Marchés Financiers - <u>AMF</u> (per le questioni amministrative).</p>

BEST PRACTICE	U.K.	Polonia	Brasile	U.S.A.	Germania	Francia
8. PROCEDURE SEMPLIFICATE PER DE-LISTING	<p>SÌ</p> <p>Per le imprese quotate nell'AIM è sufficiente notificare la propria intenzione di cancellazione dal listino e informare il LSE almeno 20 giorni lavorativi prima della data di cancellazione prevista. Salvo diversa disposizione del LSE, la cancellazione è subordinata alla sola approvazione del 75% degli azionisti.</p>	NO	NO	NO	<p>SÌ</p> <p>La società deve soltanto presentare domanda per il <i>de-listing</i> alla Borsa, la quale ha 6 mesi di tempo per pronunciarsi (termine ridotto a 3 mesi se la società è quotata nell'Open Market, come spesso accade per le PMI).</p>	NO
9. ALTRO	-	-	-	<p><u>JOBS Act:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - le EGC sono ora autorizzate a <u>comunicare</u>, prima o dopo il <u>filing</u>, <u>con potenziali investitori istituzionali</u>; - vengono meno le limitazioni alla <u>facoltà degli intermediari di pubblicare ricerche</u> su una EGC nel periodo pre- e post-quotazione, nonché le restrizioni in materia di comunicazioni tra gli analisti e i potenziali investitori. 	-	<p>Il <u>Report Euronext 2012</u> propone la creazione di:</p> <ul style="list-style-type: none"> - un Comitato Consultivo di Quotazione della "Borsa dell'Impresa" (consulenza e assistenza ai responsabili delle aziende e ai loro sponsor/partner per la quotazione); - partnership di lungo termine tra le società che intendano quotarsi alla "Borsa dell'Impresa" e i loro sponsor/partner per la quotazione, anche mediante l'offerta di una gamma più ampia di servizi accessori.

4. Proposte per favorire la quotazione delle PMI

L'analisi fin qui condotta ha posto in evidenza i maggiori ostacoli che si frappongono ad una più consistente presenza di imprese nel mercato borsistico italiano. Per provare ad offrire una risposta al complesso tema della quotazione delle PMI sono state elaborate una serie di proposte operative utili a rispondere alle principali esigenze manifestate da imprese, intermediari ed investitori. Le suddette proposte sono state sviluppate grazie ad una collaborativa interazione con la comunità finanziaria, ispirandosi, in alcuni casi, anche alle best practice straniere già consolidate in materia. Le proposte sono state quindi oggetto di una preliminare presentazione e discussione di fronte ai principali intermediari italiani ed esteri operativi sul mercato italiano delle Ipo, nonché di un costruttivo confronto con Borsa Italiana e Consob.

Parte prima: Proposte per favorire l'offerta e la domanda

1. **Definire una normativa sui diritti di voto plurimi:** definire tipologie di azioni con diverso diritto di voto e riservare ad alcuni titoli peso maggiore in virtù del loro mantenimento in portafoglio per un periodo definito di tempo.

*Il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane. Per questo si propone di assegnare **diverso peso in termini di diritti di voto** alle azioni degli azionisti controllanti pre-quotazione rispetto ai nuovi entranti attraverso:*

- **dual class shares** (es tipo A e tipo B dove le prime hanno 10 volte i diritti di voto rispetto alle seconde – modello statunitense)
- **attribuzione di diritti di voto multipli** agli azionisti che detengano nominativamente i titoli per un periodo minimo di anni, es. almeno 3 o 5 (modello "francese"). Con questi effetti: (i) le azioni di "trading" degli investitori avrebbero sempre voto singolo perchè in continuo movimento; (ii) le azioni dell'imprenditore avrebbero voto doppio perchè mantenute in portafoglio (garantendo il controllo di diritto pur possedendo meno del 50% dei diritti di voto), (iii) le acquisizioni ostili sarebbero possibili, ma costose (l'acquirente dovrebbe immobilizzarle per un certo periodo di tempo per avere voto doppio).

*Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio "one share one vote" consente di **aumentare la dimensione del flottante**, e di conseguenza la liquidità, delle società quotate senza una diluizione assembleare per gli azionisti di riferimento. L'uso di diverse classi di azioni e di meccanismi di incremento del diritto di voto per gli azionisti stabili è **prassi comune in altri paesi** quali: Francia, Olanda, Germania, Paesi Nordici e Stati Uniti. Si ritiene inoltre rilevante che l'eventuale modello adottato si richiami ad una delle prevalenti prassi internazionali, al fine di non disorientare gli investitori internazionali.*

- 2. Favorire i contatti con gli investitori istituzionali pre Ipo:** introdurre modifiche alla normativa esistente (art. 114 TUF) al fine di facilitare la possibilità di contatti pre-deal con gli investitori istituzionali.

Sulla base di quanto riportato da molte banche internazionali, all'estero spesso le imprese quotande vengono presentate agli investitori istituzionali chiave diverse settimane prima dell'Ipo per facilitare la conoscenza e la costituzione di una base di investitori "stabili". Contatti pre-deal facilitano tra l'altro la conclusione delle operazioni anche in periodi di alta volatilità. In alcuni casi studiati è possibile anche offrire "prelazioni" o raccogliere ordini indicativi utili a politiche di "anchor investing". La normativa italiana non facilita questo tipo di approccio, in quanto l'applicazione della c.d. disciplina Market Abuse e dei relativi obblighi informativi decorre dalla domanda di ammissione a quotazione a Borsa Italiana (normalmente circa 30/35 giorni lavorativi prima dell'effettivo inizio negoziazioni). Tale normativa rappresenta quindi un forte disincentivo ai contatti con gli investitori pre-deal, possibili solo attraverso la sottoscrizione di confidentiality agreement. Di qui la necessità di rivedere la normativa (art 114 TUF comma 12) per allineare la prassi italiana a quella degli altri paesi europei dove l'obbligo di comunicazione al pubblico decorre da una data molto più ravvicinata all'effettivo inizio delle negoziazioni⁴⁹.

- 3. Consolidare il percorso di avvicinamento delle aziende al mercato mobiliare** attraverso il ricorso a Club Deal e SPAC.

- a) *Favorire il ricorso ai **club deal**, operazioni intermedie tra un'offerta pubblica e un collocamento privato, in cui un numero ristretto di primari investitori supportano l'IPO di un'azienda in una prospettiva di medio/lungo termine. Tali strutture vanno promosse con una moral suasion anche da parte di Consob, in quanto permettono la conclusione delle operazioni anche in periodi di mercato particolarmente critici come quello attuale.*
- b) *Favorire l'utilizzo di veicoli di investimento ad hoc come la **SPAC** (Special Purpose Acquisition Company), che facilita l'aggregazione tra investitori istituzionali e una conclusione più rapida delle operazioni di quotazione delle imprese. A tal fine sono auspicabili alcune variazioni normative (es. in tema di cause di recesso) che garantiscano maggiore flessibilità societaria.*

- 4. Creare un Fondo di Fondi:** finalizzato a facilitare l'investimento in PMI da parte di fondi chiusi specializzati, fondi pensione e intermediari assicurativi.

La carenza di investitori specializzati in small caps determina sia difficoltà di collocamento dei titoli in sede di mercato primario, sia inconsistenza del mercato secondario, con conseguente riflesso sul corso dei prezzi dei titoli stessi. Al fine di far fronte a tale carenza si

⁴⁹ In UK l'obbligo di disclosure parte 48 ore prima della quotazione, in Germania e in Francia il giorno della quotazione stessa.

deve favorire la **creazione di un Fondo di Fondi**, di tipo chiuso, in grado di sostenere la nascita di un primo gruppo di investitori stabilmente dedicati alle small caps quotate e quotande, che costituirebbe uno stimolo per lo spontaneo e successivo sviluppo di altri fondi dedicati.

Affinchè il progetto possa dare un significativo impulso al segmento del mercato finanziario cui è rivolto, si ritiene necessario coinvolgere risorse sufficienti ad attivare circa 10-20 operatori, per un **ammontare complessivo orientativamente pari ad 1 miliardo di euro**. Per la raccolta di tale ammontare di risorse da parte del Fondo di Fondi, potrebbero essere coinvolti, in qualità di “anchor investor”, la Cassa Depositi e Prestiti, i Fondi Pensione e le Casse di Previdenza, oltre che le Fondazioni Bancarie e, possibilmente, le Assicurazioni.

Gli investimenti in small caps dovrebbero essere mantenuti per **periodo di “lock up”** (circa 3 anni) in modo da garantire stabilità alle risorse finanziarie destinate alle imprese target. Infine, i gestori destinatari delle risorse dovranno essere in grado di “fare leva” rispetto alle risorse assegnate dal Fondo di Fondi, ovvero avere capacità di raccolta autonoma, sia presso investitori istituzionali che, eventualmente, nei confronti di investitori persone fisiche.

5. Favorire gli investimenti in PMI da parte di alcune categorie di investitori istituzionali: attraverso meccanismi di sgravio dai requisiti patrimoniali e attività di moral suasion

Per favorire un maggiore interesse da parte degli investitori istituzionali che gestiscono ingenti risorse finanziarie (in particolare le assicurazioni) si propone di introdurre meccanismi di sgravio nel calcolo dei requisiti patrimoniali per gli investimenti in imprese di recente quotazione (es. fino a 3 anni post quotazione). Qualora ciò non fosse facilmente realizzabile, data la necessità di intervenire sugli obblighi di adeguatezza patrimoniale degli intermediari, si propone di esercitare un’attività di moral suasion verso gli investitori istituzionali (assicurazioni, fondi pensione) per facilitare la sottoscrizione di titoli di PMI quotate per un ammontare minimo (si sottolinea che in Francia esiste un obbligo imposto alle imprese assicurative a sottoscrivere titoli pari all’1% delle riserve tecniche; similmente in Polonia esiste un obbligo per i fondi pensione ad investire il 40% in imprese quotate, norma però contestata dalla Commissione Europea).

6. Prevedere Incentivi Fiscali: gli incentivi fiscali rappresentano un fattore determinante per facilitare la quotazione delle imprese in Italia come nei principali paesi europei;

La convinzione sulla necessità di introdurre incentivi per favorire il mercato mobiliare è pressoché unanime nella comunità finanziaria. Nelle proposte che seguono vengono definite le tipologie di incentivi che si ritiene importante sviluppare al fine di favorire un maggiore sviluppo della quotazione.

A Benefici fiscali agli investimenti in PMI quotate: benefici rivolti agli investitori

*Diversamente dalle esperienze passate, si propone di definire degli incentivi non per le imprese quotate ma per gli investitori individuali ed i fondi specializzati in PMI che effettuino e mantengano investimenti in imprese di nuova quotazione nel medio/lungo termine. Con tale approccio si favorisce lo smobilizzo di una parte del risparmio domestico e lo sviluppo di maggiore interesse e conoscenza sulle PMI quotate. Esperienze europee rassicurano sulla possibilità di confezionare una normativa **non in contrasto con i divieti sugli aiuti di Stato dell'UE** (nell'ambito delle PMI come definite a livello UE). Tale meccanismo può contribuire anche a ricreare un meccanismo di fiducia verso la Borsa da parte dei piccoli risparmiatori considerando che in Italia il mercato retail rappresenta una quota importante della domanda di titoli. Pur restando da chiarire il tema dei vincoli di finanza pubblica, ad una prima analisi, questa misura dovrebbe richiedere stanziamenti piuttosto contenuti.*

B Sistema di incentivazione fiscale per M&A tra quotate

Per ottenere al contempo il duplice obiettivo di incentivare la quotazione in borsa e una rapida crescita dimensionale delle imprese italiane (giudicate spesso troppo piccole dagli investitori internazionali) si propone un sistema di incentivi fiscali che si attivino in caso di fusione o acquisizione tra due imprese, almeno una delle quali sia quotata (e quotata rimanga dopo la fusione). Tale meccanismo offre vantaggi tangibili alle imprese quotate ma solo in caso di effettiva crescita dimensionale (nelle IPO “sane” tipicamente le operazioni di M&A rappresentano uno dei principali obiettivi da realizzare grazie al capitale raccolto e alla presenza di un prezzo di mercato).

C Incentivi per attrarre capitali ed expertise dall'estero

Favorire l'ingresso di flussi di capitale dall'estero nonché la localizzazione di operatori internazionali dell'asset management (preferibilmente in zone economicamente disagiate) attraverso forme di incentivazione fiscale legate all'investimento in Italia e/o in società italiane (es. Irlanda). E' importante favorire la creazione di un ecosistema di operatori che supporti il mercato finanziario con abbondanza di risorse disponibili ed expertise adeguato all'investimento nelle PMI. (iniziativa da sottoporre a MEF e MISE per la potenziale portata positiva sull'industry non solo finanziaria).

- 7. Specialist e ricerca azionaria per le PMI:** Introdurre l'obbligo di assistenza da parte di uno Specialist per le PMI quotate e sviluppare agevolazioni per la pubblicazione di equity research su queste PMI.

Tra gli ostacoli all'investimento da parte degli investitori istituzionali vi è spesso la mancanza di analisti che producano con continuità equity research sulle PMI quotate, a causa della difficoltà di finanziarne il costo con le commissioni di negoziazione. Occorrerebbe pertanto, istituire l'obbligo, per le PMI quotate, di farsi assistere da uno Specialist (come già previsto sul segmento Star) che oltre a pubblicare la ricerca provvederebbe anche a migliorare la liquidità delle azioni sul mercato. Inoltre al fine di incentivare la pubblicazione di equity research sulle PMI, occorre prevedere forme di incentivazione per gli intermediari, in termini di riduzione delle commissioni di negoziazione o in altre forme onde garantire l'economicità del servizio pur limitando l'impatto dei costi sull'impresa quotata.

8. Incentivare l'emissione di corporate bonds in preparazione alla quotazione in Borsa: utilizzare le emissioni obbligazionarie per imparare a gestire la relazione con il mercato.

*Alla luce dei nuovi cambiamenti normativi nell'emissione di obbligazioni da parte di soggetti non quotati, si propone di valorizzare l'esperienza acquisita dalle imprese non quotate nelle emissioni obbligazionarie e favorire l'emissione di bond e pre-IPO convertible bond al fine di consentire un più graduale avvicinamento ai mercati da parte delle società e degli imprenditori. Gli istituti finanziari dovrebbero **incentivare con un'offerta commerciale mirata** la possibilità di emettere corporate bonds. Seguendo l'esempio degli eventi organizzati a supporto del mercato azionario si propone inoltre di organizzare incontri per **diffondere le opportunità e le esperienze di successo** delle imprese italiane che hanno già emesso corporate bonds.*

9. Promuovere la quotazione delle reti di imprese: creare un nuovo veicolo societario di investimento per consentire la quotazione di reti di imprese.

Le reti di imprese sono state costituite dalla L. 33 del 09/04/2009 modificata per ultimo nel corso del 2012. Le reti ad oggi sono circa 350, coinvolgono oltre 2000 imprese e 5 milioni di lavoratori.

*Stanti i limiti che la normativa attuale pone alla quotazione delle reti di impresa le strade percorribili per rendere compatibili ed avvicinare le Reti alla Borsa possono essere di due tipi: (i) considerare la Rete come una prima fase di un percorso/progetto più ampio, prodromico ad una successiva formale **aggregazione tra le imprese coinvolte**, che in prospettiva, conferendo le proprie attività, potrebbero fondersi in un'unica società per azioni con una governance, un bilancio ed un capitale sociale unitari e tipici delle società quotate (ii) sviluppare una soluzione "intermedia" che potrebbe essere rappresentata dalla **formalizzazione di un "veicolo" d'investimento** assimilabile alle c.d. investment company già quotate in Borsa (al MIV). Posto che andrebbero comunque risolti gli aspetti legali e regolamentari, tale newco potrebbe funzionare nella misura in cui risulti come una versione "rafforzata" del Fondo Patrimoniale oggi previsto, in cui sia costruito con attenzione il "confine" tra le imprese-membri della Rete e il veicolo (in termini di "scope of work" del veicolo stesso, sua autonomia etc.).*

10. Favorire lo sviluppo delle Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ): rimuovendo e modificando le normative che ad oggi ne ostacolano la diffusione.

Intervenire sui seguenti aspetti finalizzati ad assicurare una redditività per gli investitori in linea con analoghi strumenti comunitari, senza incidere significativamente sul profilo di rischio.

- A) **Ridurre la percentuale obbligatoria** di distribuzione dei proventi netti da locazione dall'attuale misura dell'85% ad un più ragionevole 75% che consenta alle SIIQ di reinvestire nella crescita della propria attività;*
- B) **Facilitare la permeabilità d'investimento** tra Fondi e SIIQ mediante l'inclusione degli investimenti in fondi immobiliari nell'ambito della gestione esente delle SIIQ/SIINQ. **Gli investimenti in quote di fondi immobiliari andrebbero inclusi nell'ambito della***

“gestione esente”, in analogia con quanto previsto dall’analogo sistema francese. Peraltro, per ragioni di simmetria con le caratteristiche proprie delle SIIQ, si propone di includere nella “gestione esente” i soli fondi immobiliari il cui patrimonio sia composto per almeno l’80% da immobili destinati alla locazione e/o da partecipazioni in SIIQ o SIINQ.

C) Non applicazione della ritenuta sui proventi distribuiti dai fondi immobiliari alle SIIQ/SIINQ. Stante l’assimilazione delle SIIQ agli OICR, occorrerebbe prevedere anche per le SIIQ l’esenzione dalla ritenuta sui proventi distribuiti dai fondi. Tali proventi in capo alla SIIQ rientrerebbero, come detto, quanto ai proventi da locazione, nella gestione esente.

Parte seconda: suggerimenti per migliorare il processo di quotazione e la permanenza sul mercato

Il processo di ammissione a quotazione e il mantenimento della stessa scontano una serie di adempimenti che possono essere ulteriormente migliorati al fine di ridurre gli oneri per le imprese che si affacciano sul mercato dei capitali. Di seguito le proposte e i suggerimenti volti a rendere più veloce, flessibile e meno oneroso il percorso di quotazione. Alcuni dei suddetti suggerimenti richiedono variazioni normative a livello nazionale o europeo, altri implicano una revisione dei regolamenti emanati da Consob e Borsa Italiana, altri ancora modifiche nelle scelte gestionali ed organizzative.

- 11. Grace period per le PMI neo-quotate:** anche nello spirito del JOBS Act recentemente approvato negli Stati Uniti, stabilire la sospensione dell'applicazione di determinate disposizioni normative per i primi anni successivi alla quotazione .

La proposta prevede la sospensione temporanea (tre o cinque anni) di determinati disposizioni relativamente a:

- *Corporate governance (amministratori e sindaci di minoranza, amministratori indipendenti, equilibrio dei generi nella composizione del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili);*
- *Bilanci e relazioni finanziarie (si potrebbe prevedere, per esempio, il bilancio annuale “audited” e le relazioni trimestrali “unaudited”, esentando dalla predisposizione della relazione semestrale revisionata⁵⁰);*
- *OPA e patti parasociali (in particolare, per consentire ai titolari delle PMI di fare il proprio ingresso in borsa senza il timore di perdere il controllo della società o il rischio di incidere sugli assetti proprietari, si potrebbe valutare una deroga alla disposizione che limita a 3 anni la durata massima dei patti parasociali ed a quella che attribuisce la facoltà di recedervi in caso di OPA⁵¹);*
- *Informativa periodica (documento di informazione annuale, relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, relazione sulla remunerazione);*
- *Informativa su operazioni straordinarie, ivi inclusi gli aumenti di capitale ed i piani di compensi basati su azioni;*
- *Internal dealing e registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate;*
- *Sollecitazione delle deleghe assembleari, voto per corrispondenza o in via elettronica, diritto dei soci di porre domande prima dell'assemblea;*

⁵⁰ Così è, per esempio, per le società quotate in Brasile, ancorché in quel Paese i requisiti di ammissione a quotazione e la disciplina delle società quotate siano ritenuti piuttosto stringenti.

⁵¹ Si veda, al riguardo, l'art. 123 del TUF.

- *Codice di autodisciplina (soprattutto con riferimento a comitati interni al consiglio di amministrazione).*

In taluni dei predetti casi, in luogo di un'esenzione, si potrebbe prevedere quantomeno una radicale semplificazione (per esempio, dei documenti informativi da pubblicare in occasione di determinate operazioni straordinarie, in particolare del prospetto informativo per gli aumenti di capitale da offrire in opzione ai soci).

Naturalmente, laddove le summenzionate disposizioni siano di derivazione europea, l'implementazione delle relative proposte richiederebbe una preventiva revisione normativa in sede comunitaria. Si segnala peraltro che la Commissione Europea sta già lavorando ad una proposta di direttiva volta a semplificare e modificare le normative contabili, nonché ad una revisione della direttiva sulla trasparenza per semplificare il ricorso al mercato finanziario delle PMI.

- 12. Requisiti di ammissione a quotazione:** semplificare i requisiti di ammissione a quotazione per le PMI e la relativa documentazione, soprattutto per le imprese che abbiano ottenuto un punteggio elevato nell'ambito del c.d. rating di legalità.

Si suggerisce – quanto meno con riferimento alle imprese che abbiano ottenuto un punteggio elevato nell'ambito del c.d. rating di legalità, secondo i criteri e le modalità di attribuzione dei punteggi stabiliti dal recentissimo Regolamento approvato dall'AGCM nella riunione del 14 novembre 2012 (emanato in attuazione dell'art. 5-ter D.-L. n. 1/2012, così come modificato dall'art. 1, comma 1-quinquies, D.L. n. 29/2012, convertito, con modificazioni, dalla L. n. 62/2012) – una semplificazione dei requisiti e dei documenti che attualmente contribuiscono maggiormente a complicare e dilatare temporalmente la fase preparatoria di un'IPO, soprattutto con riferimento a società medio-piccole e quindi non adeguatamente strutturate. In particolare, si propone che venga richiesta la presentazione di un solo bilancio revisionato (in luogo dei tre attualmente previsti), l'esenzione dalla predisposizione del QMAT (o, quanto meno, la facoltà di predisporlo in forma semplificata), la semplificazione del memorandum sul sistema di controllo interno, la non necessità dei bilanci pro-forma revisionati.

- 13. Aumentare le soglie per la segnalazione delle partecipazioni rilevanti per le PMI:** attraverso un aumento della soglia (attualmente fissata al 2%) che implica l'obbligo di segnalazione di partecipazioni rilevanti

La misura può costituire un immediato beneficio per il mercato delle PMI quotate. Le società di gestione, sia italiane che estere, preferiscono infatti non effettuare investimenti al di sopra della soglia di segnalazione per non dovere incorrere negli obblighi di comunicazione. Tali soglie tuttavia vengono rapidamente raggiunte nel caso delle PMI, scoraggiando la ricerca e l'investimento nei titoli emessi dalle stesse. La stessa Commissione Europea sta attualmente valutando l'opportunità di armonizzare le soglie (al momento ogni paese applica le proprie, fermo restando il limite UE del 5%).

- 14. Rivedere gli obblighi di pubblicazione integrale dei bilanci di società controllate che operino al di fuori dell'UE:** parificare le normative nazionali a quelle estere.

Le regole relative alla pubblicazione dei bilanci delle succursali estere extra-UE (art. 62, 3-bis Tuf) obbligano le imprese italiane quotate a fornire un grado di disclosure decisamente superiore a quanto richiesto ai loro concorrenti esteri, facilitando questi ultimi nell'identificazione del posizionamento competitivo delle imprese italiane. Oltre ai costi aggiuntivi che ne derivano per gli emittenti italiani, tali obblighi rappresentano un deterrente per le società extra-UE a sottoscrivere accordi partecipativi con società quotate in Italia. La normativa deve essere pertanto rivista per coniugare le necessarie garanzie di tipo informativo con la protezione di dati sensibili che possono penalizzare la competitività delle imprese italiane, in particolare nei mercati emergenti.

- 15. Verificare e modificare le procedure ed i vincoli che condizionano la durata e limitano la flessibilità del processo di quotazione:** il fine è abbreviare i tempi tecnici per l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni (ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana e nulla osta Consob) e per la realizzazione ed il completamento dell'offerta

*Molti intermediari lamentano che in Italia i vincoli regolamentari che gravano sul processo di preparazione dell'IPO mal si conciliano con le esigenze del mercato, specie in una fase estremamente volatile come quella attuale. Ad esempio il price range deve essere fissato e comunicato a Consob con anticipo rispetto a quanto accade sui mercati esteri. Ciò rende maggiormente aleatoria la conclusione dell'operazione. Una seconda considerazione riguarda la stagionalizzazione: nei mercati esteri le **quotazioni avvengono 12 mesi su 12**, mentre in Italia le operazioni si concentrano di fatto in due finestre a giugno/luglio e a ottobre/novembre. Se quindi il mercato va male o per qualsiasi motivo si perde la finestra, i tempi e i costi per le imprese si ampliano. Tali elementi di rigidità vengono spesso imputati erroneamente a regolamenti Consob o di Borsa Italiana. Ad una verifica più approfondita, tuttavia emerge che molti dei suddetti limiti dipendono da altri motivi (es dai tempi massimi di validità della "negative assurance" rilasciata dai revisori contabili rispetto all'ultimo bilancio assoggettato a revisione contabile) o dalle prassi di mercato (in forza delle quali gli investitori richiedono un'informativa sulla situazione finanziaria e sull'andamento reddituale il più possibile aggiornata). Serve dunque dapprima chiarire l'origine dei fattori di rigidità del sistema, promuovendo una maggiore conoscenza delle normative e delle prassi utilizzabili, anche alla luce dei recenti provvedimenti di semplificazione già adottati da Consob e Borsa. In un secondo momento sarà quindi possibile individuare cambiamenti utili a fluidificare ulteriormente il processo di quotazione.*

- 16. Semplificare i flussi informativi:** consolidamento e promozione del ruolo del referente unico in Consob e coordinamento dei flussi informativi con Consob e Borsa Italiana

*La proposta prevede di rafforzare e promuovere il ruolo del **Referente Unico** in Consob, in qualità di account manager. Il referente ha il compito di interfacciarsi con i diversi uffici interni e deve avere contezza di tutti gli aspetti del processo sia in fase di quotazione che post quotazione. Il referente provvede a sfruttare le potenzialità dell'information e*

communication technology nella predisposizione e nello scambio di informazioni con le imprese, nonché con Borsa Italiana.

- 17. Segmentare i mercati regolamentati in due livelli standard e premium:** proporre un modello di segmentazione della disciplina dei mercati regolamentati al fine di creare due ambiti caratterizzati da un differente livello di regolamentazione applicabile.

Tale approccio, da un lato, consentirebbe agli emittenti di poter scegliere il livello più adeguato di disciplina alla quale conformarsi sulla base della individuale propensione a “segnalare” caratteristiche di qualità, dall’altro, incentiverebbe verso la quotazione gli emittenti non disposti a sopportare gli oneri più elevati. Tale soluzione è attualmente adottata nel Regno Unito. Si potrebbe pertanto definire:

- ***un’area standard** per la quale sia prevista l’applicazione del livello minimo di regolamentazione derivante dall’applicazione delle direttive europee con significativi margini di semplificazione rispetto all’attuale disciplina nazionale;*
- ***un’area premium** ovvero di “elevata qualità” ad adesione volontaria da parte di tutte le società, piccole o grandi, caratterizzata da una disciplina particolarmente rigorosa sia in tema di governance che di disclosure.*

*Seguendo tale approccio, anche gli **MTF** potrebbero essere lasciati alla mera disciplina contenuta nei regolamenti emanati dai relativi gestori, eliminando qualsiasi intervento di legislazione nazionale diverso da quelli di attuazione delle direttive UE.*

- 18. Definire un inquadramento sistematico della disciplina dei controlli sulle società quotate**

La normativa civilistica, il testo unico della Finanza, le altre norme intervenute nello scorso decennio (le norme della L. 262/2005, le disposizioni della L. 231/2001, della L. 231/2007 ecc) e infine il codice di autodisciplina hanno creato un sistema di controlli per gli emittenti quotati disorganico e confuso. Le funzioni e le responsabilità di ciascun attore e il sistema dei flussi informativi tra i soggetti coinvolti necessitano di un coordinamento complessivo e di una necessaria rivisitazione. Un inquadramento sistematico della disciplina dei controlli è funzionale tanto ad una migliore efficienza della governance societaria quanto ad un’efficace tutela degli investitori.

- 19. Migliorare la definizione delle responsabilità dello Sponsor e degli altri attori del processo di quotazione**

Si ritiene utile un intervento sulla disciplina dello Sponsor che investa l’ambito delle sue competenze e relative responsabilità, (attraverso una più chiara definizione delle stesse) anche in linea con la best practice dei mercati finanziari esteri (si segnala che anche la Financial Services Authority britannica sta attualmente procedendo ad una sistematizzazione della normativa relativa allo sponsor).

20. Razionalizzazione disciplina degli Emittenti diffusi

Gli emittenti diffusi costituiscono il primo elementare livello di società, di tipo aperto, oggetto di regolamentazione. Al riguardo si potrebbe valutare una razionalizzazione della relativa disciplina al fine di incentivare l'apertura al mercato delle società fermo restando l'esigenza di tutela degli investitori.

CONCLUSIONE

The way forward: un Tavolo tecnico per favorire la quotazione delle PMI

Si ritiene che la creazione di un mercato moderno per le PMI sia, a tutti gli effetti, un'opera strategica per il Paese. A modello di altri tavoli tecnici della Fondazione si ritiene necessario che le proposte sopra declinate siano discusse, integrate, modificate e precisate da un Tavolo tecnico multidisciplinare, composto da rappresentanti delle PMI, delle banche collocatrici e sponsor, dagli investitori, gli studi legali e di revisione contabile con l'obiettivo di concretizzare le proposte condivise, valutarne l'impatto e controllarne l'implementazione.

Ringraziamenti

La ricerca è stata realizzata con il contributo di:

- Per *Fondazione ResPublica*: Eugenio Belloni, Alessandro Stefano Barbina, Matteo Callegari, Raffaella Di Foggia, Manuela Geranio, Stefano Grassani, Silvia Rovere.
- Per *Fondazione Astrid*: Franco Bassanini, Marzia Gandiglio, Marcello Messori, Jacopo Sce.

Si ringrazia per la collaborazione:



Bibliografia

- Beck, T. e Levine, R. (2001), "Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality". World Bank Policy Research Working Paper No. 2670; Carlson School of Management Working Paper.
- Caccavaio, M. *et al.* (2012), "SMEs and the Challenge to Go Public: Evidence From a Recent Survey" WP 2012/02 Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies, Department of Economics and Business LUISS Guido Carli.
- Consob, (2012), "Relazione per l'anno 2011".
- Ernst & Young (2011), "True Costs of IPOs Survey Finds Investing in Management Team is Central Element to Companies Going Public".
- Commissione Europea (2012), "Raccomandazione sul programma nazionale di riforma 2012 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2015". Documento COM (318) del 5 giugno 2012.
- Commissione Europea (2012), "Economic Forecast", Bruxelles, Spring 2012
- Commissione Europea (2011), "SME's Access to Finance", Bruxelles.
- Il Sole 24 Ore (2012), "PMI in Borsa per sviluppare il Pil". 24 maggio 2012
- Geranio, M. e Lazzari, V. (2011) "Going public and listing fees around the World". in Trends in the European Security Industry. a cura di V. Lazzari. Egea 2011
- Lazzari, Valter e Zanotti, Giovanna (2011). "An assessment of the quality of listing services", in Trends in the European Security Industry, a cura di V. Lazzari. Egea 2011
- Mansion, Yves (2007) , "Presentation du rapport du group de travail sur le Valeur Moyennes et Petites (VaMP)", Working Group on VaMPs.
- Rameix, Gerard and Giami, Thierry (2011). "Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier". Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.
- Wurgler, Jeffrey (1999). "Financial Markets And The Allocation Of Capital," Yale School of Management Working Papers ysm123, Yale School of Management, revised 01 Mar 2001.

