

IL MERCATO FINANZIARIO PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE TRA DIFFICOLTA' DELLA CRISI ECONOMICA E NUOVE PROSPETTIVE

di Claudia Golino *
(6 giugno 2014)

SOMMARIO: 1. Osservazioni introduttive: il mercato finanziario e le Piccole e Medie Imprese (PMI) nella difficile congiuntura dell'economia italiana – 2. L'evoluzione dei mercati della Borsa Italiana e le nuove opportunità per le PMI – 2.1 Il Nuovo Mercato per le PMI ad alto potenziale di crescita – 2.2 Il segmento STAR per le PMI tradizionali con elevati requisiti - 3. Dal mercato Expandi al mercato AIM Italia. La nascita di un mercato più efficiente e flessibile per le PMI – 4. Il nuovo mercato AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale. L'obiettivo di Borsa Italiana di facilitare l'accesso al mercato dei capitali. 5. Le nuove prospettive di apertura sui mercati finanziari per le PMI

1. *Osservazioni introduttive: il mercato finanziario e le Piccole e Medie Imprese (PMI) nella difficile congiuntura dell'economia italiana*

Il rapporto tra piccole e medie imprese (d'ora in avanti PMI) e il mercato finanziario si è profondamente modificato nel corso del tempo. Problemi sia di carattere esterno alle imprese, legati ai processi di globalizzazione e internazionalizzazione dei mercati, sia di carattere interno, per le tensioni derivanti dalla fragilità finanziaria del sistema globale e della debolezza nei processi di pianificazione e controllo, hanno fatto sì che questa particolare tipologia di imprese fosse costretta a fronteggiare ostacoli e vincoli della natura più varia, in presenza di un mercato finanziario che non sempre è stato all'altezza di fornire strumenti adeguati alla loro soluzione¹. Ed oltre alla "imperfezione" dei mercati² finanziari le PMI si sono trovate, ed ancora oggi si trovano, a dover operare, sia nell'ordinamento europeo che in quello nazionale, in un contesto ove è evidente la mancanza di una regolamentazione unitaria ed omogenea che tenga conto delle reali necessità della PMI, soprattutto quando

¹ Nell'Audizione dinanzi alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali (22 ottobre 2013), il Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas sottolinea il fatto che il mercato finanziario nel nostro Paese assume ancora oggi un ruolo marginale. Dall'Audizione emerge altresì che il sottodimensionamento del mercato finanziario italiano è determinato da numerosi fattori di tipo strutturale. Infatti, il sistema produttivo è frammentato in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione in Borsa e, al contempo, sono restie a sottoporsi al più intenso scrutinio del mercato richiesto dall'ingresso in borsa.

queste necessità riguardano le esigenze finanziarie, che oggi sono ancor più forti a seguito della crisi economica che dal 2008 affligge il continente europeo ed il tessuto economico degli Stati membri³.

Le PMI sono costantemente alla ricerca di capitale nuovo, interno ed esterno, e possono optare oggi tra diverse fonti di finanziamento, come ad esempio ricorrere a risorse proprie, al mercato finanziario e creditizio, oppure al capitale di rischio (società di *venture capital*, società di investimento o *merchant bank*). Per esercitare ciascuna di queste opzioni, tuttavia, l'impresa deve superare alcune difficoltà oggettive e i percorsi alla ricerca di nuove risorse per i progetti di investimento non sono sempre in eguale misura sostenibili.

La prima ipotesi, con il ricorso di fonti di finanziamento interne, si basa essenzialmente sul reinvestimento degli utili, gli aumenti di capitale ed i finanziamenti da parte dei soci. In particolari contesti, infatti, le imprese capaci di generare utili tali da riequilibrare la struttura finanziaria dell'azienda stessa sono un numero limitato, così come irrilevanti appaiono gli apporti dei soci, se non nei casi in cui la necessità di ristrutturazione è determinante ed appare l'unica arma contro il coinvolgimento di terzi nel capitale di rischio, fattore considerato con estrema riluttanza dai piccoli e medi imprenditori.

La seconda opzione riguarda il ricorso al mercato finanziario e creditizio. In linea di principio, sembra utile ricordare la funzione che i mercati finanziari svolgono all'interno della nostra economia. Come noto, i mercati sono costituiti da una pluralità di attori, da un lato vi sono soggetti che dispongono di un *surplus* di disponibilità finanziarie (il risparmio)⁴ e, dall'altro lato, vi sono le imprese che hanno necessità di reperire capitali. Dunque, all'interno del mercato finanziario si incontrano, o si dovrebbero incontrare, l'offerta e la

2 Su questo tema si vedano le osservazioni di M. A. STEFANELLI, *Mercati regolati?*, in *GiustAmm.it – Rivista di diritto pubblico*, ottobre 2006.

3 La crisi economica e finanziaria che ha scosso i mercati internazionali ha messo a dura prova la capacità di risparmio di milioni di cittadini e di imprese nel mondo. Il cosiddetto “risparmio tradito” (A. BERTOLINI, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, pp. 337-362) rievoca gli scandali finanziari che, negli ultimi anni, hanno turbato i mercati delle maggiori piazze finanziarie. La deregolamentazione dei mercati e dei movimenti di capitale hanno permesso alle maggiori istituzioni finanziarie di muoversi liberamente sfuggendo al controllo delle Autorità nazionale ed internazionali, mettendo a nudo le difficoltà da parte loro di trovare quel giusto equilibrio tra la tutela degli interessi pubblici e la garanzia delle libertà di iniziativa economica privata sul libero mercato “in una concezione della libertà economica sospesa tra garanzia di un contenuto minimo inviolabile e prevalenza di fini pubblici”: così D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. Trim. dir. Pubbl.* in. 1, 2009, p. 53.

domanda delle risorse appena richiamate.

Dunque, il risparmio si può canalizzare verso i settori produttivi e cioè, da un lato, nei depositi bancari, e dall'altro lato, negli investimenti, rappresentato dall'acquisto di valori mobiliari (azioni, obbligazioni, ecc.) e più in generale di prodotti finanziari.

Oggi, come anche in passato, la scelta dell'una o dell'altra via per l'afflusso del risparmio influenza di certo la scelta della PMI; infatti, nel caso l'impresa richieda risorse finanziarie in impieghi bancari, l'erogazione delle risorse è intermediata dagli enti creditizi, mentre nel caso di prodotti finanziari, occorre il rapporto diretto tra l'investitore e l'emittente.

Nel nostro Paese, come noto, il settore bancario è molto più sviluppato rispetto al mercato dei prodotti finanziari. Questo accentuato "bancocentrismo", che caratterizza storicamente mercato finanziario (generalmente inteso) italiano, rappresenta oggi più che mai un freno delle attività produttive in quanto, a seguito della crisi economica e finanziaria e per effetto di altri fattori sia di tipo esogeno sia di tipo regolamentare⁵, si assiste ad un processo di progressiva contrazione del credito (cd. *credit crunch*) che non aiuta l'anello debole del sistema produttivo italiano, e cioè le PMI, ad uscire dalla fase recessiva⁶.

Altro aspetto problematico da considerare riguarda, come un consolidato filone teorico chiaramente dimostra, l'esistenza di una relazione positiva tra dimensione di impresa e accesso alle fonti di finanziamento (banche, mercato

4 Il risparmio privato è una risorsa fondamentale per il Paese e non stupisce che i Padri Costituenti abbiano volto la loro attenzione su questo aspetto prevedendo all'art. 47, comma primo, della Costituzione che "la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito". Sul punto si veda, per tutti, V. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952, p. 34.

5 Ci si riferisce, in particolare, ai sempre più stringenti requisiti patrimoniali delle banche stabiliti dai principi di Basilea III e recepiti dalla Direttiva e dal nuovo Regolamento sui requisiti del capitale, nonché alla progressiva centralizzazione della vigilanza prudenziale sulle principali banche dei Paesi dell'Eurozona presso la Banca Centrale Europea, prevista dalla cd. *Banking Union*. Su quest'ultimo punto, e sull'evoluzione incerta dell'Unione Bancaria Europea si vedano le lucide osservazioni di S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 1, 2014, pp. 79 ss.

6 In questo senso sono orientate le considerazioni del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas nella *Lectio Magistralis* sul tema de *Il Mercato finanziario: problemi e prospettive*, presso l'Università degli studi di Catania, 10 aprile 2014.

finanziario e capitale di rischio)⁷. Essa penalizza inevitabilmente quelle realtà imprenditoriali, tanto diffuse e strategiche per il nostro Paese⁸, che a vario titolo si attestano su una scala dimensionale minore, ponendole in una posizione di subalternità rispetto alla grande impresa⁹.

Quanto alla terza opzione, l'attività di investimento nel capitale di rischio rappresenta una importante opportunità per la crescita delle PMI e per il perseguimento di obiettivi di sviluppo difficilmente raggiungibili tramite i tradizionali strumenti di finanziamento bancari¹⁰. Tuttavia, il ricorso ad apporti di capitale da parte di terzi investitori si scontra essenzialmente con lo scarso livello di diffusione di tali strumenti e con la sostanziale immaturità finanziaria delle imprese potenziali destinatarie. Inoltre, l'investimento in capitale di rischio ha risentito degli effetti della crisi economica e finanziaria, che ha causato una riduzione della dimensione media delle operazioni e ha spinto gli operatori a puntare sulla creazione di valore attraverso la crescita dell'impresa e la realizzazione degli obiettivi di sviluppo industriale, concentrandosi sulle PMI sane e leader di nicchia.

⁷ L'analisi della relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese è da decenni al centro del dibattito della teoria economica. In particolare sui vincoli di natura finanziaria e scelte di impresa si vedano gli studi di R. G. HUBBARD, *Introduction*, in ID., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago, 1990; B. GREENWALD – J. STIGLITZ, *Financial Market Imperfections and Business Cycles*, in *Quarterly Journal of Economics*, n. 108, 1993, pp. 77 ss., ed infine, J. WEINBERG, *Firm Size, Finance, and Investment*, in *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, n. 8, 1994, pp. 19 ss.

⁸ Secondo le stime elaborate da Cambridge Econometrics nel 2012 le PMI rappresentavano il 95% delle imprese esistenti nel mondo. Il 99,8% delle imprese è di natura non finanziaria e di questa percentuale il 92,2% rappresenta la microimpresa (impresa che occupa meno di 10 dipendenti). Per quanto attiene all'Italia, il numero di PMI è il più elevato di Europa (99,9%), considerando però la stragrande maggioranza di microimprese che rappresentano una quota pari al 94,4%, superando perfino la media UE del 92,2%.

⁹ Sulla cultura della subalternità delle PMI rispetto alla grande industria si vedano le attente osservazioni di M. A. STEFANELLI, *Il riconoscimento normativo delle piccole e medie imprese. Regole e realtà produttiva*, Padova, 2011, pp. 153 ss.

¹⁰ Le principali forme alternative di finanziamento per le PMI, cui sopra ci si riferisce, sono il *private equity* e la quotazione in borsa. Il *private equity* è la generale attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese effettuata da investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o soggetti privati, sotto forma di partecipazione a capitale azionario o di sottoscrizioni di obbligazioni convertibili in

Partendo dalla trasformazione dei modelli istituzionali di intervento e di regolazione nei mercati del credito e della finanza in Italia, questo lavoro si propone dunque di percorrere l'evoluzione degli strumenti per facilitare l'accesso diretto delle PMI al mercato finanziario, con particolare attenzione alla nascita e allo sviluppo dei mercati azionari e alle prospettive di nuovi strumenti di finanziamento ad opera del nostro legislatore.

2. L'evoluzione della Borsa Italiana negli anni Novanta e le nuove opportunità per le PMI

A partire dalla fine degli anni Ottanta la Borsa Italiana ha vissuto profonde trasformazioni e innovazioni sul piano della struttura e della regolamentazione: la riforma del mercato mobiliare italiano è culminata con l'attuazione della Direttiva comunitaria sui servizi di investimento¹¹, ad opera del cd. d. lgs. Eurosim¹², che ha portato ad un mercato-impresa gestito dalla Borsa italiana S.p.A.¹³, in grado di competere con le piazze finanziarie concorrenti. Dopo un lungo periodo di gestione del rispettivo monopolio nazionale con assetto pubblicistico, la Borsa Italiana è stata perciò interessata da importanti innovazioni, quali la liberalizzazione dei movimenti di capitale, lo sviluppo tecnologico, l'accelerazione della globalizzazione e l'istituzionalizzazione del risparmio, che hanno comportato la nascita di nuovi strumenti finanziari e la crescita progressiva dei volumi negoziati, con l'attuazione di investimenti sempre più differenziati e rischiosi.

azioni; il *venture capital* è invece principalmente rivolto al finanziamento dell'avvio e al supporto dello sviluppo dell'impresa. In particolare, l'apporto del *venture capitalist* è indirizzato verso imprese non quotate, giovani, orientate a business innovativi. Lo scopo è quello di conseguire, in un arco temporale medio-lungo guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione, attraverso la quotazione in borsa.

11 Dir. 93/22/CE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

12 La direttiva è stata recepita in Italia con il d. lgs. del 23 luglio 1996, n. 415 - recepimento della direttiva 93/22/CE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, e della direttiva 93/6/CE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

13 Borsa Italiana S.p.A., società costituita il 6 febbraio 1997 dal Consiglio di Borsa ai sensi dell'art. 56 del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, è stata autorizzata all'esercizio dei mercati regolamentati con Delibera Consob 12 dicembre 1997, n. 11091.

Alla luce delle trasformazioni generate dal d. lgs. Eurosim, essa si presenta come un'organizzazione privatistica promossa dagli intermediari e riconosciuta dalle autorità pubbliche di regolazione dei relativi mercati, le quali mantengono poteri di controllo e di vigilanza (Consob e Banca d'Italia): viene sancita la natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati.¹⁴

Con l'adozione del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) ad opera del d.lgs. n. 58/1998, inoltre, i conseguenti regolamenti di Consob e Banca d'Italia hanno contribuito in modo decisivo a far crescere l'apprezzamento dei mercati e delle società e hanno posto le basi per la definizione di un modello di *corporate governance* allineato alle esigenze dell'economia e della competizione internazionale; dal 1999, anno di forte maturazione e caratterizzato da un vero e proprio "boom dei collocamenti"¹⁵, si è assistito ad un salto dimensionale qualitativo notevole del mercato azionario ed obbligazionario¹⁶.

Nell'ambito delle riforme che hanno caratterizzato la Borsa Italiana, il "Progetto Titoli Sottili", avviato nel 1997, ha rappresentato un evento particolarmente rilevante e vantaggioso per le PMI e ha contribuito ad accrescere l'efficienza complessiva e la visibilità del mercato. L'intento del progetto era quello di semplificare le contrattazioni e incrementare la liquidità dei titoli (problematica che caratterizzava alcuni titoli del listino a cui spesso era associata un'intensa volatilità dei corsi, a causa dell'esiguità del relativo flottante) grazie all'intervento di un intermediario specialista nel collocamento dei titoli, cui spettava anche il compito di migliorare l'informativa fornita al mercato, ad una nuova articolazione dell'orario di contrattazione e agli incentivi di natura economica a favore dello specialista stesso e degli emittenti.

Le PMI potevano contare sull'assistenza di tipo informativo/comunicazionale e organizzativo offerta dalla Borsa e, soprattutto, avevano la possibilità di evitare le situazioni di illiquidità e di conferire nuove prospettive per l'apprezzamento del valore creato; in cambio esse erano chiamate a favorire la

14 Cfr. F. PERRINI, *Le nuove quotazioni alla Borsa italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, Milano, 1999.

15 Il mercato azionario gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., nel 1999 risultava articolato come segue:

- Borsa - Mercato Telematico Azionario (MTA), a sua volta suddiviso in due gruppi: strumenti liquidi (blue chips) emessi dalle grandi imprese, e strumenti poco liquidi (Titoli sottili) emessi da PMI;
- Mercato Ristretto (MR), istituito nel 1978 e destinato alle PMI ad attività tradizionale;
- Nuovo Mercato (NM), per PMI innovative ad alto tasso di crescita.

16 Cfr. F. PERRINI, *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI. Star, il nuovo segmento di Borsa e il Nuovo Mercato*, Milano 2000, p. 18.

trasparenza nei confronti del mercato, assumendo un concreto orientamento alla *disclosure*.

Il d. lgs. Eurosिम ha inoltre portato alla riformulazione delle regole del Mercato Ristretto per la negoziazione di titoli emessi da imprese di minori dimensioni: con l'introduzione del Nuovo Regolamento della Borsa Italiana, in base al quale esso veniva definito "mercato mobiliare regolamentato", sono state ridisegnate le regole per l'ammissione, allo scopo di rilanciare la sua funzione originaria, ovvero la funzione di acclimatemento, la quale forniva il tempo necessario alle imprese che aspiravano ad approdare in Borsa di acquisire i più stringenti requisiti a tal fine. Lo sviluppo di tale mercato, destinato alle PMI ad attività tradizionale, è stato ostacolato nel tempo dall'eccessiva similarità alla Borsa e dalla predominanza di titoli di società bancarie, in particolare delle banche popolari; la Consob è intervenuta più volte allo scopo di eliminare queste problematiche¹⁷, ma senza ottenere i risultati sperati. Occorre inoltre precisare che le difficoltà per il secondo mercato derivavano proprio dal passaggio alla Borsa principale dei titoli delle società che si sviluppavano con successo: paradossalmente, quanto più efficacemente il mercato svolgeva la funzione di acclimatemento tanto più diventava precario l'equilibrio economico, poiché diminuiva progressivamente il numero di imprese quotate sui mercati¹⁸.

A fronte delle difficoltà incontrate, Borsa Italiana ha sostituito il Mercato Ristretto con il mercato Expandi, nel 2004. Vi sono stati però due punti di svolta in merito alla quotazione delle PMI, intervenuti precedentemente a questa ristrutturazione, che hanno consentito di porre rimedio alla mancanza di un "reale" secondo mercato: la creazione del Nuovo Mercato per le imprese ad alto tasso di crescita e, dopo poco più di un anno, il riassetto microstrutturale del mercato con un'ulteriore segmentazione del listino principale, riservata alle imprese a piccola e media capitalizzazione (il segmento STAR).

Queste due importanti trasformazioni hanno agevolato l'incontro tra imprese ed investitori, consentendo alle prime di reperire risorse finanziarie per lo sviluppo e ai secondi di migliorare la diversificazione del portafoglio, ottimizzando il rapporto rischio/rendimento. La Borsa Italiana S.p.A. si è conseguentemente articolata in modo da rispondere al meglio alle esigenze degli emittenti, intermediari e investitori e, in particolare, l'introduzione del

¹⁷ Con il primo intervento si è cercato di abbassare le barriere all'entrata del mercato tramite la riduzione del flottante e la semplificazione delle procedure di ammissione, al fine di incentivare l'ampliamento del listino (Delibera Consob n. 2725 del 19 febbraio 1987); con il secondo intervento si è proceduto in direzione opposta: è stata introdotta la certificazione del bilancio obbligatoria e un ampliamento delle informazioni da fornire agli organi di controllo del mercato (Bollettino Consob, Regolamento Testo Integrato, delibera n. 4808 del 24.7.1990, n.7 luglio 1990).

¹⁸ Cfr. F. PERRINI, *Capitale di rischio e mercati per PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Milano, 1998.

segmento STAR ha consentito di superare la distinzione tra titoli liquidi e titoli sottili, i due rami in cui era precedentemente ripartito il Mercato Telematico Azionario¹⁹.

2.1 Il Nuovo Mercato per le PMI ad alto potenziale di crescita²⁰

Il Nuovo Mercato, è stato istituito nel gennaio del 1999 ed era un mercato dedicato alle PMI con un alto potenziale di crescita (*high growth*), grazie ad un approccio innovativo o a programmi di sviluppo, ovvero a determinate tipologie di imprese²¹:

Tale mercato si differenziava profondamente dalla Borsa poiché costituiva uno strumento specifico per le imprese emergenti ed era in grado di conciliare due differenti istanze: assicurare alle PMI un canale di finanziamento stabile e ai risparmiatori un investimento in un'iniziativa imprenditoriale facilmente liquidabile²². Esso contribuiva, inoltre, ad ampliare la gamma dei canali di disinvestimento delle partecipazioni acquisite dagli investitori istituzionali nel capitale di rischio, agendo da "volano" per il *venture capital*; questo fattore, unito alla possibilità di diversificazione del portafoglio su *small caps* innovative, rappresentava un importante vantaggio per gli investitori.

Un aspetto estremamente rilevante risiedeva nel fatto che, oltre ad essere un mercato "dedicato", esso si configurava anche come mercato "europeo",

19 Cfr. F. PERRINI, *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI. Star, il nuovo segmento di Borsa e il Nuovo Mercato*, op. cit., p. 22.

20 Cfr. F. PERRINI, op. ult. cit. pp. 24 ss.

21 Queste tipologie di imprese erano le seguenti:

- imprese operanti in settori della Net Economy o, comunque, ad alta tecnologia e che devono rafforzare la propria posizione competitiva;
- imprese "settimine" che vogliono crescere ed hanno elevati e pressanti fabbisogni finanziari.
- imprese di settori "tradizionali" con innovazioni di prodotto o di processo, che richiedono nuovo capitale per lo sviluppo;
- società gestite da managers-imprenditori che cercano *partnerships* per programmi di espansione domestica e internazionale;
- società già quotate su altri mercati, che desiderano allargare la loro base azionaria domestica (*dual listing*).

22 PERRINI F., "Le nuove quotazioni alla Borsa italiana. Evidenze empiriche delle PMI".

poiché integrato nella rete Euro-Nouveau Marché²³, l'alleanza di mercati regolamentati dedicati alle PMI *high growth* e comprendenti le piazze finanziarie di Francoforte, Parigi, Amsterdam e Bruxelles; la partecipazione a tale circuito garantiva un'immediata visibilità alle imprese italiane, facilitandone la promozione anche nei confronti degli investitori internazionali grazie all'attività di marketing promossa dalle strutture del mercato stesso.

I requisiti formali per l'ammissione al mercato e l'informativa obbligatoria contemperavano il raggiungimento di due obiettivi apparentemente antitetici: flessibilità e facilità di accesso da un lato, qualità ed "apertura" dell'emittente dall'altro; l'intento era quello di garantire il maggior numero di ingressi sul mercato e al tempo stesso la qualità degli emittenti, in quanto l'ammissione di imprese non pronte avrebbe provocato la disaffezione degli investitori, nonché un calo di immagine per il mercato stesso. Non erano richiesti requisiti minimi di reddito, fatturato e dimensione dell'attivo, ma solo la dimostrazione dell'autonomia reddituale e della capacità di generare ricavi²⁴; come abbiamo visto, la flessibilità dei requisiti consentiva l'accesso alla quotazione alle aziende "settimane", in fase di *start up*: l'attenzione era, infatti, principalmente riposta nelle idee e innovazioni più che nella dimensione dell'azienda o nella consistenza degli *asset* tangibili.

Date le caratteristiche delle imprese emittenti, società ad alto tasso di crescita volte al reinvestimento degli utili per il finanziamento di programmi di sviluppo, erano ammesse le sole azioni ordinarie; le azioni di risparmio o privilegiate, conferenti particolari privilegi di tipo patrimoniale, risultavano incompatibili con la logica del Nuovo Mercato.

E' importante richiamare un elemento peculiare e nuovo, riferito agli imprenditori o manager azionisti che assumevano tale qualità nei 12 mesi precedenti la data di presentazione della domanda di ammissione, la clausola di "lock-in": l'impegno era quello di non vendere, offrire, costituire in pegno o, in generale, effettuare operazioni aventi per oggetto un quantitativo almeno pari all'80% delle azioni ordinarie dell'emittente da questi possedute. Tale clausola rappresentava una garanzia per gli investitori, in quanto rendeva esplicita la volontà del management di sostenere l'impresa e la fiducia riposta nella strategia e nell'idea alla base della quotazione.

In merito al meccanismo di negoziazione, infine, la PMI *high growth* quotanda era chiamata a designare un intermediario specialista (*market maker*)

23 L'Euro-NM, il network pan-europeo comprendente i cinque mercati indicati (compreso il mercato italiano), è nato nel 1996 per volontà della Borsa di Parigi e di quella di Bruxelles ed è ispirato al Nasdaq statunitense. Ad esso si sono aggiunte prima la Deutsche Borse AG nel giugno 1996 e poi la Borsa di Amsterdam nel dicembre 1996.

24 Il patrimonio netto contabile al momento della presentazione di ammissione doveva essere almeno pari a 1,5 milioni di euro, con un flottante minimo del 20% del capitale.

al momento della presentazione della domanda di ammissione, cui spettava il compito di assicurare la liquidità del titolo; il suo intervento, inoltre, aiutava la PMI nel processo di spersonalizzazione e di “cambiamento di cultura” richiesto dalla quotazione e consentiva di ridurre l’asimmetria informativa. All’intermediario era affiancato il sistema di negoziazione telematica in continua su cui si potevano immettere ordini di qualunque tipo, senza limite di lotto minimo. Si realizzava quindi un sistema misto in cui l’intermediario assicurava la liquidità al titolo mentre l’asta consentiva di determinare il reale prezzo di equilibrio risultante dall’incrocio della domanda con l’offerta effettiva; tale soluzione garantiva un maggior livello di trasparenza nella formazione dei prezzi rispetto ad un sistema di *market making* puro.

Nel 2005 il Nuovo Mercato è stato rinominato MTAX (riservato alle quotazioni azionarie di società ad alto potenziale di crescita appartenenti al settore tecnologico) ed affiancato al mercato azionario MTA; nel 2008 i due mercati sono stati accorpati al fine di razionalizzare e ottimizzare l’offerta della Borsa Italiana (i segmenti in cui era suddiviso il MTAX erano analoghi a quelli del MTA).

2.2 Il segmento STAR per le PMI tradizionali con elevati requisiti

Il segmento STAR, introdotto nel Mercato Telematico Azionario, è nato nel 2001 con il duplice scopo di fornire alle PMI tradizionali²⁵ con interessanti potenzialità l’ambiente migliore per assicurare la visibilità necessaria a reperire capitali e valorizzare il proprio titolo, e di offrire agli intermediari e agli investitori occasioni di investimento correttamente valutabili e negoziabili. La trasparenza sotto il profilo informativo e la liquidità dei titoli sono requisiti fondamentali nelle valutazioni degli investitori istituzionali italiani ed esteri, nonché fattori determinanti per attrarre nuovi investimenti e risorse.

L’elemento predominante dello STAR risiede nella volontà, da parte delle società che intendono accedere ad esso, di rispettare in via continuativa i requisiti di eccellenza in termini di trasparenza e comunicazione, liquidità e *corporate governance* definiti dal relativo Regolamento²⁶.

Per quanto riguarda il requisito della liquidità è richiesta una capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro (a partire dal 2005, anno in cui viene uniformata la segmentazione del MTA) e un flottante pari ad almeno il 35% del capitale; inoltre, sulla base del modello adottato dal Nuovo

²⁵ In particolare le imprese a media capitalizzazione attive nel settore della moda-tessile, della meccanica, dell’alimentare e del retail.

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

Mercato, l'emittente "star" deve nominare un operatore specialista cui spetta il compito primario di sostenere la liquidità del titolo per tutto il periodo in cui le azioni sono negoziate sul segmento, esponendo continuativamente proposte di acquisto e di vendita per un determinato quantitativo giornaliero ed entro uno spread massimo.

In merito al requisito della trasparenza informativa è richiesta la pubblicazione della relazione semestrale, entro 60 giorni dalla chiusura del semestre e la trasmissione dei dati relativi al bilancio di esercizio entro 90 giorni dalla chiusura dello stesso. L'emittente deve inoltre obbligatoriamente nominare un *investor relator* interno, ovvero un soggetto professionalmente qualificato incaricato di intrattenere i rapporti con la *financial community*. Questa figura rappresenta lo strumento primario di cambiamento del rapporto tra la PMI e il mercato dopo il passaggio da impresa a capitale chiuso ad impresa aperta tramite quotazione; l'obiettivo è, ancora una volta, quello di spingere l'impresa quotata di qualità alla massima *disclosure*, o meglio alla "*selective disclosure*" (garanzia della trasparenza unita alla garanzia della qualità delle informazioni). L'*investor relator* è colui che deve riuscire a comunicare in modo sintetico e chiaro la realtà e il business aziendale, è il veicolo per creare e diffondere valore per tutti gli stakeholder, migliorando la qualità e l'efficienza del segmento di quotazione; rappresenta un elemento di valenza cruciale per le PMI che accedono al mercato per la prima volta, spesso caratterizzate da un elevato gap informativo e, pertanto, da un elevato livello di rischio percepito.

Per quanto riguarda, infine, i requisiti relativi alla *corporate governance*, si richiamano alcuni principi del Codice di Autodisciplina, redatto nel 1999 dalla Borsa Italiana S.p.A. con un comitato di esperti (questo strumento facilita l'ingresso e il rapporto con il mercato e rappresenta un modello di organizzazione societaria adeguato a gestire il corretto controllo dei rischi e i potenziali conflitti di interesse, soprattutto fra gli stakeholder interni all'impresa²⁷). In particolare, l'emittente "star" si impegna a nominare amministratori non esecutivi e indipendenti²⁸ che, per numero e autorevolezza, abbiano un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari, e ad istituire il "Comitato per il controllo interno"; quest'ultimo è chiamato principalmente a valutare l'adeguatezza del sistema di controllo interno, a riferire al CDA almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione semestrale, sull'attività svolta e sull'adeguatezza del

27 Il Codice di Autodisciplina rappresenta una best practice verso cui tendere; il suo utilizzo è volontario tranne in riferimento ad alcuni principi in esso contenuti, obbligatori per il segmento STAR.

28 Amministratori che non intrattengano relazioni economiche di rilevanza tale da condizionare l'autonomia di giudizio con la società, le sue controllate, gli amministratori esecutivi, l'azionista o il gruppo di controllo, che non siano titolari di partecipazioni azionarie tali da permettere di esercitare il controllo della società e che non prendano parte a patti parasociali per il controllo della società.

sistema di controllo interno, e a svolgere ulteriori compiti che gli vengono attribuiti dal CDA stesso. L'emittente deve inoltre istituire forme di incentivazione per il management, ovvero legare una significativa parte della remunerazione dell'organo societario al raggiungimento degli obiettivi e/o risultati economici prefissati; questo può avvenire tramite il ricorso ai piani di stock option, strumenti utilizzati sempre più frequentemente.

Dopo l'introduzione del segmento STAR, il Mercato Telematico Azionario (MTA) risulta così suddiviso:

³⁵/₁₇ Segmento Blue chip: società con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro.

³⁵/₁₇ Segmento STAR: società con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro.

³⁵/₁₇ Segmento standard: società con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro.

Il segmento standard indica la soglia minima per poter accedere al mercato; le società con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro possono essere negoziate sia sullo STAR sia sul segmento standard (nel rispetto del limite minimo), a seconda che le stesse richiedano o meno la qualifica di "star", accettando, in caso affermativo, volontariamente e in via continuativa, gli alti requisiti richiesti per la quotazione in tale segmento.

Oltre ai requisiti formali (capitalizzazione e flottante) il MTA presenta requisiti sostanziali, relativi alla struttura finanziaria e alla capacità della società di creare valore. Tratteremo successivamente gli adempimenti richiesti alle società per l'ammissione e la permanenza su tale mercato, ponendolo a confronto con il nuovo mercato per le PMI, l'AIM Italia - MAC, istituito nel 2012.

3. Dal mercato Expandi al mercato AIM Italia. La nascita di un mercato più efficiente e flessibile per le PMI

Il mercato Expandi, gestito da Borsa Italiana, è nato nel 2004 dalla ristrutturazione del Mercato Ristretto e, come quest'ultimo, svolgeva la funzione di acclimatamento per le PMI che non possedevano i requisiti necessari per l'ammissione al MTA (o al MTAX, fino 2008), presentando procedure più semplici e costi contenuti. Il termine "expandi" (dal latino, "l'ampliarsi degli orizzonti") è stato scelto da Borsa Italiana per enfatizzare le opportunità di crescita delle imprese e del sistema finanziario nel suo complesso; tale mercato consentiva all'azienda di valorizzare la propria immagine e attirava gli investitori specializzati, i quali potevano diversificare i propri investimenti in small caps, inoltre ampliava il campo di operatività per gli intermediari aumentando la loro capacità competitiva.

I requisiti di ammissione al mercato Expandi erano distinti in requisiti dimensionali ed economico-finanziari: in merito ai primi era richiesta una capitalizzazione minima pari ad 1 milione di euro e un flottante pari al 10% (con controvalore minimo di 750.000 euro), mentre i secondi si reputavano soddisfatti con la pubblicazione di almeno due bilanci, di cui l'ultimo certificato,

e il possesso di adeguati indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi precedenti la quotazione, stabiliti dal regolamento²⁹.

Il mercato era organizzato in due segmenti:

³⁵₁₇ Classe 1, articolato in asta di apertura, breve fase di negoziazione continua e asta di chiusura. Era destinato alle azioni aventi liquidità "normale".

³⁵₁₇ Classe 2, organizzato su asta di apertura e asta di chiusura, senza la fase di negoziazione continua. Era riservato ai titoli aventi liquidità tendenzialmente scarsa.

Il mercato Expandi ha faticato a svilupparsi a causa della mancanza di agevolazioni fiscali e dell'obbligo di tenere i bilanci sotto controllo, pertanto nel 2009 è stato accorpato al MTA e gli strumenti finanziari in esso negoziati sono stati ripartiti nei diversi segmenti del MTA, con la conseguente uniformazione delle fasi e degli orari di negoziazione.

La fusione di Expandi rappresentava la fase finale di un più ampio progetto di Borsa Italiana che traeva origine da un accordo siglato con la "London Stock Exchange" (LSE) e che prevedeva l'istituzione di un mercato più efficiente per le PMI, denominato AIM Italia (Alternative Investment Market Italia). Tale mercato è nato nel dicembre del 2008 allo scopo di riprodurre il modello UK (l'AIM londinese) il quale ha conseguito importanti risultati. Quest'ultimo è stato istituito nel 1995 per rimediare alla crisi congiunturale e strutturale in cui era precipitato l'Unlisted Securities Market (USM) tra la fine degli anni Ottanta e l'inizio degli anni Novanta e aveva lo scopo di agevolare e incentivare la quotazione delle imprese di minori dimensioni attraverso basse barriere all'entrata e una procedura di ammissione più semplice e snella; questi fattori costituiscono tuttora i punti di forza dell'AIM UK, che rappresenta un'importante opportunità per le imprese di minori dimensioni.

AIM Italia era un Multilateral Trading Facilities (MTF)³⁰, un mercato regolamentato e gestito da Borsa Italiana e per questo non sottoposto alla vigilanza delle Autorità di Controllo; non rispondeva, di conseguenza, agli obblighi di pubblicità previsti per l'ammissione al MTA e alla predisposizione di

29 L'azienda doveva presentare risultato ordinario consolidato e risultato netto, sia civilistico sia consolidato, positivo e un rapporto debito finanziario/margine operativo lordo consolidato inferiore a 4; il risultato netto dell'ultimo esercizio doveva essere almeno pari a 100.000 euro.

30 Ai sensi della direttiva MiFID, Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/CE), per sistema multilaterale di negoziazione si intende un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato, che consente e facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti (conformemente alle disposizioni del titolo II, condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento).

un Prospetto Informativo, sostituito da un Documento di Ammissione, più flessibile e snello (tranne nel caso di offerta mista istituzionale e pubblica, in cui era necessaria l'applicazione della Direttiva Prospetti). Il mercato presentava una procedura di ammissione semplificata e si rivolgeva ad ogni realtà societaria, tenendo presente che alcune caratteristiche potevano risultare più vantaggiose per gli investitori come l'appartenenza a settori attraenti, il possesso di un'equity story ambiziosa, il potenziale di crescita o il profilo di business internazionale. Il requisito indispensabile per la quotazione risiedeva nella figura del Nomad (Nominated Adviser), importata dal modello inglese, mentre non era richiesta una soglia minima di capitalizzazione e di flottante per l'ammissione al mercato. Ai fini dell'ammissione la società doveva redigere il documento di ammissione, contenente informazioni utili agli investitori in merito all'attività svolta, al management e agli azionisti, e pubblicare gli ultimi 3 bilanci certificati, di cui 2 IFRS (redatti secondo i principi contabili internazionali); in tema di corporate governance non erano previsti requisiti particolari, così come non erano previsti requisiti economico-finanziari specifici.

Il mercato era accessibile agli investitori istituzionali e professionali (italiani ed esteri) quali fondi tradizionali, *hedge*, fondi dedicati alle *small caps*, *private banking*, *private equity*, e agli investitori retail, i quali intervengono successivamente alla quotazione.

Il Nomad è un operatore specializzato³¹, preventivamente ammesso da Borsa Italiana tramite iscrizione in un apposito registro, incaricato di valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione alla quotazione (funzione denominata due diligence) e di assisterla, guidarla e accompagnarla per tutto il periodo di permanenza nel mercato; in riferimento ad AIM Italia il Nomad era considerato responsabile nei confronti di Borsa Italiana della valutazione di adeguatezza della società per l'ammissione al mercato, inoltre, nel periodo successivo alla quotazione, esercitava un'attività di tutoring continua per garantire il rispetto del regolamento. Il mercato, attraverso l'operatore specializzato, definiva la dimensione ideale delle società ammesse, il flottante opportuno per fornire adeguata liquidità al titolo e i presidi in termini di governance per tutelare gli azionisti di minoranza.

Accanto al Nomad era richiesto il mantenimento di un operatore specialista, ovvero di un'istituzione cui spettava il compito di garantire l'operatività e la liquidità del titolo.

Possiamo constatare l'intento di Borsa Italiana di realizzare un mercato più facilmente accessibile da parte delle PMI rispetto al Mercato Telematico Azionario, al fine di offrire alle imprese una valida opportunità per reperire capitale di rischio; l'aspetto importante da sottolineare, oltre alla snellezza del

³¹ Il Nomad può consistere in una banca, intermediario, società o associazione professionale, operante prevalentemente nella corporate finance e rispondente ai criteri di ammissione individuati da Borsa Italiana nel Regolamento.

processo e alla semplicità dei requisiti di accesso, era la riconoscibilità globale del mercato e le conseguenti opportunità per le imprese a livello internazionale.

Oltre al mercato AIM Italia vi era un'altra possibilità per le PMI di reperire capitale di rischio e rafforzare la struttura finanziaria: il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)³², nato nel 2007. Esso è stato promosso da una società, chiamata ProMac e avente come soci promotori banche e istituzioni, istituita allo scopo di svolgere attività commerciale e promozionale per lo sviluppo del mercato, e da Borsa Italiana, a cui era affidata la gestione. I punti di forza di tale mercato risiedevano nella semplicità di accesso, grazie ad una procedura di ammissione ancora più snella rispetto al mercato AIM Italia, e nel forte collegamento con banche di riferimento del territorio in cui operavano le imprese quotande; l'ammissione al mercato non richiedeva la pubblicazione del Prospetto Informativo e l'esame di Borsa Italiana si limitava alla verifica di completezza e correttezza della Domanda di Ammissione, il cui contenuto era stabilito dal regolamento.

Il mercato valorizzava i progetti di investimento a medio-lungo termine, in quanto era rivolto esclusivamente a investitori istituzionali³³, dotati di esperienza e competenze elevate e in grado di valutare autonomamente il rischio relativo all'impresa; l'incontro tra la domanda e l'offerta del capitale di rischio era facilitato dalla centralizzazione delle informazioni, che permetteva alle PMI di entrare in contatto con gli investitori, dalla possibilità di determinare un valore oggettivo dell'impresa e dalle semplici regole di accesso condivise dai partecipanti.

Le figure fondamentali del MAC erano:

³⁵ Lo Sponsor³⁴, il soggetto che, sulla base dell'incarico ricevuto dalla società emittente, curava la predisposizione della Domanda di Ammissione e della Scheda Informativa e presentava la candidatura dell'emittente a Borsa Italiana; dopo l'ammissione assisteva la società nell'adempimento degli Obblighi Informativi previsti dal regolamento.

³⁶ L'operatore specialista, ovvero la banca o impresa di investimento, cui spettava il compito di garantire la liquidità al titolo quotato e di presentare l'impresa agli investitori professionali; organizzava il

32 G. ALTERINI – P. PAOLI, *MAC: la borsa dei piccoli. Uno strumento di sviluppo per le PMI*, Milano 2009.

33 Gli investitori istituzionali sono operatori che, in modo continuativo e professionale, offrono la loro intermediazione per effettuare investimenti per conto terzi, come le Sim, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio.

34 Lo sponsor poteva essere una banca, impresa di investimento o intermediario finanziario previsto dall'art. 107 del Testo Unico Bancario, d. lgs. n. 385/1993.

collocamento privato e, dopo l'ammissione, supportava l'impresa nella valorizzazione del progetto di sviluppo.

Nel 2012, grazie all'esperienza dei primi anni di attività di AIM Italia e MAC e al significativo contributo dei vari operatori e delle società che hanno affrontato il percorso di quotazione su uno dei due mercati, l'offerta di Borsa Italiana si è evoluta determinando la nascita di un nuovo mercato, frutto della fusione di questi: AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale.

4. Il nuovo mercato AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale. L'obiettivo di Borsa Italiana di facilitare l'accesso al mercato dei capitali

Il mercato AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale è nato nel gennaio 2012 (con effetto dal 1° marzo) dall'integrazione di AIM Italia e MAC con l'obiettivo di razionalizzare l'offerta di quotazione dedicata alle PMI e di proporre un unico mercato pensato per le imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese, facendo leva sull'esperienza conseguita dall'AIM inglese e sulle esigenze del sistema imprenditoriale italiano.

Questa ristrutturazione del mercato rappresenta un rilevante risultato del lavoro svolto dall'Advisory Board, istituito nell'ottobre 2010 dalla collaborazione di Borsa Italiana e i partecipanti ai mercati AIM Italia e MAC al fine di migliorare l'offerta di quotazione dedicata alle PMI nel contesto italiano; le sue principali iniziative riguardano la semplificazione della regolamentazione delle imprese quotate, il rafforzamento della presenza di investitori specializzati nei sistemi multilaterali di negoziazione e la promozione dell'afflusso del risparmio pubblico sulle PMI.

Il nuovo mercato conferisce una visibilità più ampia alle imprese e si fonda sui punti di forza dei precedenti mercati, mutuando dal MAC la profonda conoscenza delle imprese e un processo di ammissione agevole e dall'AIM Italia l'approccio paneuropeo, la presenza di professionisti dedicati e specializzati e la possibilità di accedere ad un bacino più ampio di investitori (istituzionali e retail). Esso mantiene la qualifica di mercato MTF gestito da Borsa Italiana e il Regolamento deriva dalla modifica e dalla successiva unificazione dei regolamenti di AIM Italia e MAC, con la determinazione di un periodo di adeguamento per quanto riguarda il secondo (rimasto operativo fino al 31 dicembre 2012), al fine di consentire alle imprese di ottenere l'attestazione da parte del Nomad, necessaria per l'ammissione al nuovo mercato.

Anche AIM Italia - MAC è infatti incentrato sulla figura dell'operatore specializzato, incaricato di guidare il processo di quotazione e di affiancare l'impresa nella fase successiva ad essa, assumendo un ruolo consulenziale. Ai fini dell'ammissione esso non richiede una capitalizzazione minima e il flottante deve essere almeno pari al 10%, mentre i documenti richiesti sono: il Documento di Ammissione attestato dal Nomad e, diversamente dall'AIM Italia, la pubblicazione di un solo bilancio sottoposto a revisione contabile, il quale può essere redatto secondo i principi contabili nazionali (codice civile, OIC) o

internazionali (IFRS), a discrezione della società³⁵. Gli adempimenti richiesti all'emittente successivamente alla quotazione sono: la redazione del bilancio annuale e la relazione semestrale, il rispetto della normativa *price-sensitive* (in linea con le società quotate sul mercato principale) e il mantenimento dello specialista, incaricato di sostenere la liquidità del titolo.

Il nuovo regolamento introduce importanti modifiche in merito al ruolo ricoperto dal Nomad, con l'intento di semplificare la sua attività rispetto a quanto previsto da AIM Italia: mentre in precedenza l'operatore era considerato responsabile verso Borsa Italiana della valutazione di appropriatezza dell'emittente, nel nuovo regolamento si limita a valutare l'appropriatezza attraverso il rilascio di un'attestazione a Borsa Italiana, sulla base di uno standardizzato e dettagliato schema di *due diligence*. Tale attestazione, semplificata nei contenuti rispetto alla precedente disciplina, deve essere rilasciata dal Nomad dopo aver condotto le verifiche espressamente richieste dal Regolamento, il quale stabilisce una lista minima di attività obbligatorie:

³⁵₁₇ Avere un'adeguata conoscenza dell'emittente e della sua attività.

³⁵₁₇ Sovrintendere ai controlli e alle verifiche relativi alla due diligence finanziaria, legale e fiscale.

³⁵₁₇ Verificare la conformità e la completezza del Documento di Ammissione.

Nelle fasi successive alla quotazione il Nomad continua a ricoprire la funzione di assistenza e supporto della società ai fini dell'adempimento degli obblighi informativi e degli altri requisiti regolamentari³⁶, ma non è più responsabile del mantenimento in quotazione della stessa; conseguentemente non viene ad esso richiesta una valutazione di appropriatezza in via continuativa.

Oltre al Nomad e allo specialist, i soggetti coinvolti nel processo di quotazione sono:

³⁵₁₇ Il broker, incaricato del collocamento delle azioni presso gli investitori istituzionali.

³⁵₁₇ L'advisor finanziario, fornisce il supporto necessario alla realizzazione dell'intero processo di quotazione con l'obiettivo di massimizzare il risultato del processo per l'impresa e di garantire il successo dell'operazione nei mercati finanziari.

35 L'utilizzo dei principi contabili internazionali favorisce la comparabilità dei dati e la comunicazione fra gli stakeholder aziendali e rappresenta la scelta più adatta per gli emittenti che intendono attrarre anche investitori internazionali o che svolgono la propria attività anche su mercati esteri.

36 La responsabilità di adempimento ricade esclusivamente in capo all'emittente.

³⁵₁₇ La società di revisione³⁷, incaricata di certificare l'attendibilità del bilancio relativo all'ultimo anno dell'emittente; partecipa inoltre alla validazione dell'attendibilità del business plan e di alcuni documenti che attestano la solvibilità dell'azienda quotata.

³⁵₁₇ La società di comunicazione, garantisce la visibilità dell'emittente nelle varie fasi del processo di quotazione.

Possiamo ora riassumere i benefici offerti dalla quotazione su AIM Italia - MAC:

³⁵₁₇ La diversificazione delle fonti di finanziamento, grazie all'offerta di capitali a supporto di una crescita ambiziosa e di nuove risorse finanziarie, le quali consentono di diversificare le fonti classiche di finanziamento e, soprattutto, di ridurre la dipendenza dal sistema bancario.

³⁵₁₇ La semplicità di accesso e i tempi brevi, è richiesta la domanda e il Documento di Ammissione, senza l'istruttoria Consob (se l'IPO è rivolta agli investitori istituzionali).

³⁵₁₇ Maggiore trasparenza dell'azienda e migliore visibilità da parte del mercato domestico e internazionale, il brand AIM è diffuso a livello internazionale e riconosciuto come "mercato di successo"; aumenta pertanto la credibilità nei confronti di clienti e fornitori a livello internazionale.

³⁵₁₇ Costi di quotazione inferiori a quelli previsti per la quotazione sul MTA.

³⁵₁₇ Ruolo rilevante del Nomad, assiste l'emittente nel processo ante e post quotazione su AIM Italia - MAC.

³⁵₁₇ Maggiore notorietà e reputazione dell'emittente.

AIM Italia - MAC consente alle imprese di minori dimensioni di accedere al mercato dei capitali più rapidamente e sostenendo minori costi rispetto al mercato principale e garantisce liquidità e trasparenza agli investitori. Le PMI possono inoltre beneficiare di una visibilità internazionale, godendo della credibilità conquistata dall'AIM inglese e dai mercati di Borsa Italiana.

E' importante richiamare un'altra iniziativa promossa da Borsa italiana che, come la creazione del nuovo mercato, ha lo scopo di sensibilizzare le imprese virtuose e farle avvicinare al mercato dei capitali: il progetto Elite, avviato operativamente nel corso dei primi mesi del 2012. Tale progetto è volto a favorire lo sviluppo organizzativo e manageriale delle PMI e a stimolare la loro trasparenza, eccellenza ed efficienza gestionale; attraverso un programma suddiviso in tre fasi Elite realizza un percorso di crescita per le imprese indipendente dalla quotazione, in particolare: le affianca in un processo unico di cambiamento culturale e organizzativo, le avvicina ai mercati dei capitali,

37 La società di revisione deve essere obbligatoriamente iscritta all'albo speciale Consob, ai sensi dell'art. 161 del TUF.

migliora i rapporti con il sistema bancario e imprenditoriale e facilita l'internazionalizzazione.

La prima fase del percorso Elite, definita "get ready" consiste in una preparazione che stimola il cambiamento culturale e organizzativo attraverso un percorso innovativo che coinvolge imprenditori, manager di successo ed esperti; nella seconda fase, "get fit", vengono concretamente applicati tutti i suggerimenti e le linee guida acquisiti nella prima fase, ovvero vengono attuati i cambiamenti utili per sviluppare al meglio il progetto di crescita delle imprese. Al termine di questa fase le aziende che si sono distinte durante il percorso ottengono il certificato di Qualità Elite; nella terza e ultima fase, "get value", le società Elite entrano in contatto con una selezionata comunità di investitori, professionisti e aziende italiane e internazionali, con cui possono generare opportunità di business.

Per favorire ulteriormente il percorso di avvicinamento al mercato dei capitali, il 10 febbraio 2012, Borsa Italiana, ABI e Confindustria hanno firmato un'intesa per sostenere concretamente le PMI che partecipano al progetto Elite; lo scopo è quello di facilitare l'accesso al credito e di apportare ulteriori benefici alle imprese che aderiscono al progetto.

5. Le nuove prospettive di apertura sui mercati finanziari per le PMI

Alla luce dell'analisi sin qui svolta, che a ben vedere ha voluto approfondire lo sviluppo del mercato italiano di capitali, si evidenziano, nonostante la progressiva creazione di nuovi mercati per il capitale di rischio volta a facilitare il reperimento per le PMI di risorse finanziarie, i freni e gli ostacoli che incidono sull'insufficiente sviluppo di questi mercati.

Tra i fattori che frenano il ricorso delle PMI al mercato dei capitali si possono rinvenire, dal lato dell'offerta, la diffidenza delle imprese nei confronti di un mercato non sufficientemente liquido, l'onerosità degli adempimenti per la quotazione in borsa, la contrarietà dei soci fondatori all'allargamento degli assetti proprietari ed il timore relativo alla potenziale perdita del controllo.

Dal lato della domanda, si deve tenere presente la debolezza strutturale degli investitori istituzionali e l'insufficiente presenza, rispetto ai mercati esteri più competitivi, di soggetti specializzati.

Per dare impulso al settore, con particolare riferimento agli investimenti in *private equity*, nel corso del 2012 la Consob si è attivata istituendo un Gruppo di lavoro³⁸ cui partecipano le principali associazioni di categoria rappresentative degli operatori di mercato. La prima fase di attività si è conclusa nel marzo 2013, con la firma di un *Memorandum di intesa* e l'avvio di una fase più strettamente operativa del progetto denominato *PiùBorsa*. Il *Memorandum* individua le azioni ed i relativi impegni volti, da un lato, a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio, e dall'altro lato, a sviluppare la

38 Il Gruppo di lavoro è denominato "Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori".

domanda di titoli azionari da parte degli investitori. Le iniziative del *Memorandum* sono rivolte ad imprese di piccola e media dimensione alla ricerca di risorse finanziarie per sostenere progetti di sviluppo. Le finalità perseguite dal progetto riguardano la razionalizzazione normativa applicabile agli emittenti, lo sviluppo di fondi dedicati alle PMI e l'introduzione di strumenti di incentivazione fiscale a beneficio degli investitori.

Sempre nell'ambito degli strumenti volti a facilitare l'accesso diretto delle imprese al mercato, il legislatore nazionale con il D. L. n. 179/2012 (cd. *Decreto Sviluppo bis*) convertito con modificazioni dalla l. n. 221/2012, ha introdotto l'*equity crowdfunding*.

Questo particolare strumento consente alle imprese che possono qualificarsi come *start-up* innovative, di raccogliere capitale di rischio tramite portali on line dedicati, che possono essere istituiti anche da soggetti che non hanno i requisiti normalmente richiesti per la prestazione dei servizi di investimento.

Il Regolamento attuativo emanato dalla Consob³⁹ nel giugno del 2013, prevede una serie di norme volte ad assicurare un adeguato livello di tutela dell'investitore non professionale con specifico riferimento ai rischi associati all'adesione ad offerte di capitale di rischio tramite portali on line.

L'Italia è così il primo Paese a dotarsi di una disciplina specifica ed organica in materia di *equity crowdfunding*. Che può costituire una importante opportunità per far nascere e sviluppare PMI ad alto contenuto tecnologico.

Oltre alla raccolta di capitale di rischio, le prospettive per la crescita delle PMI passano attraverso lo sviluppo di strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario. Partendo da questi presupposti, le recenti riforme introdotte relativamente alla emissione di cambiali finanziarie e di obbligazioni sembrano aver perseguito l'obiettivo di stimolare il ricorso a strumenti di finanziamento alternativi al tradizionale canale bancario anche da parte delle PMI, rendendo al contempo il sistema italiano più accessibile anche ad opera degli investitori esteri.

Inoltre, gli interventi legislativi qui esaminati incidono (seppur in misura più limitata) anche sulle società diverse dalle PMI, posto che la modifica dell'art. 2412 c.c. riflette i suoi effetti anche su tutte le società per azioni e in accomandita per azioni.

Gli interventi riformatori che hanno avuto ad oggetto la disciplina civilistica e fiscale delle cambiali finanziarie, nonché delle obbligazioni e dei titoli simili sono rappresentati principalmente dall'articolo 32 del D.L. n. 83/2012 (cd. *Decreto Sviluppo*), come successivamente modificato in sede di conversione con l. n. 134/2012; dall'articolo 36, comma 3, del già citato D.L. n. 179/2012 (cd. *Decreto Sviluppo bis*) come successivamente modificato in sede di conversione dalla l. n. 221/2012; ed infine, dall'articolo 12 del D. L. n. 145/2013 (cd. *Decreto Destinazione Italia*), che ha modificato, *inter alia*, la l. n. 130/1999,

39 Delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 recante il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" ai sensi dell'articolo 50-*quinquies* e dell'articolo 100-*ter* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni.

l'articolo 46 del Testo Unico Bancario (T.U.B.) e l'articolo 32 del *Decreto Sviluppo Bis*.

L'obiettivo principale del *Decreto Sviluppo* e del *Decreto Sviluppo Bis* è stato la rimozione degli ostacoli all'accesso al mercato dei capitali da parte di emittenti finora sostanzialmente esclusi, quali le società non aventi titoli rappresentativi del capitale sociale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati e le PMI. Rimangono invece escluse dalla portata dei due Decreti Sviluppo le banche e le microimprese, nonché alcune PMI – a meno che non effettuino preventivi interventi modificativi della loro forma societaria.

Le principali novità introdotte dai Decreti Sviluppo a favore delle società non quotate e delle PMI riguardano la modifica e l'integrazione della disciplina delle cambiali finanziarie, con l'obiettivo di rendere maggiormente appetibile il ricorso a tale strumento come fonte di finanziamento a breve e medio termine; l'introduzione di una disciplina specifica per l'emissione di obbligazioni e titoli simili da parte di società non quotate (incluse le PMI), i cosiddetti *mini-bonds*, che prevedano clausole di partecipazione e di subordinazione; la modifica del quinto comma dell'art. 2412 c.c. riguardante i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni; ed infine, la modifica del trattamento fiscale delle cambiali finanziarie e dei *mini-bonds* emessi dalle PMI.

Dunque, alla luce di quanto esaminato, si rileva che pur nella difficile fase di crisi economica, si stanno aprendo delle importanti opportunità. Per continuare a perseguire l'obiettivo di superare la congiuntura negativa occorre rimuovere tutti quegli ostacoli e disincentivi che creano un freno agli investimenti e che agiscono su numerosi settori, dal mercato del lavoro a quello della Pubblica Amministrazione sempre più stretta in vincoli amministrativi e burocratici.

Le riforme devono essere accompagnate anche da un'apertura da parte del tessuto delle PMI che deve puntare all'innovazione, all'apertura verso i mercati internazionali, ad una maggiore trasparenza.

In questo contesto il ruolo del mercato finanziario deve adempiere alla sua funzione più tipica, come previsto dalla Costituzione, di indirizzare il risparmio verso le attività maggiormente produttive.

* Ricercatore in Istituzioni di Diritto Pubblico - Università Telematica Internazionale UNINETTUNO