



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

SAF • SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia

nr. **35** • Commissione Finanza e
Controllo di Gestione

Gruppo di lavoro: Carlo Arlotta, Franco
Bertoletti, Elisabetta Coda
Negozio, Carlo Pesaro,
Giorgio Venturini

i quaderni



S.A.F. LUIGI MARTINO

Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano





Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia

nr. **35** • Commissione Finanza e
Controllo di Gestione

Gruppo di lavoro: Carlo Arlotta, Franco
Bertoletti, Elisabetta Coda
Negozio, Carlo Pesaro,
Giorgio Venturini

I Quaderni della Scuola di Alta Formazione

Comitato Istituzionale:

Diana Bracco, Marcello Fontanesi, Mario Forchetti, Giuseppe Grechi, Nicola Mastropasqua, Lorenzo Ornaghi, Carlo Palumbo, Angelo Provasoli, Alessandro Solidoro, Guido Tabellini.

Comitato Scientifico:

Giancarlo Astegiano, Giuseppe Bernoni, Pasquale Cormio, Franco Dalla Sega, Cesare De Sapia, Felice Martinelli, Guido Marzorati, Cesare Minola, Lorenzo Pozza, Patrizia Riva, Massimo Saita, Paola Saracino, Alessandro Solidoro, Luigi Vinciguerra.

Comitato Editoriale:

Claudio Badalotti, Aldo Camagni, Ciro D'Aries, Francesca Fieconi, Carlo Garbarino, Cesare Gerla, Francesco Novelli, Patrizia Riva, Alessandro Solidoro, Gian Battista Stoppani, Alessandra Tami, Dario Velo, Cesare Zafarana.

Commissione Finanza e Controllo di Gestione:

Delegato del Consiglio: Johannes Guigard.

Presidente della Commissione: Carlo Arlotta.

Componenti: Franco Abbate, Maurizio Arena, Giorgio Benin, Franco Bertoletti, Sara Bertolini, Alessandra Bestiani, Cesare Boccetti, Ruggero Bonghi, Giampaolo Bonilauri, Alberto Borroni, Simone Bottero, Kristian Bresciani, Paolo Brunetti, Salvatore Carbone, Antonio Carnevale, Giuliana Cassioli, Caterina Cerenzia, Luisa Elisabetta Cevasco, Mario Coccia, Vincenzo Cocco, Riccardo Coda, Elisabetta Coda Negozio, Edoardo Currò, Guido Daccò, Gabriele Dal Negro, Giulio D'Amico, Simone D'Angelo, Francesco Aldo De Luca, Claudio De Maio, Fabio Pasquale De Marinis, Francesco Dell'Elmo, Marco Fantoni, Mario Fiocca, Gabriella Fiordelisi, Angelo Fiori, Franco Carlo Formenti, Gianluca Gabellini, Alberto Gafforio, Natale Galimi, Roberto Gaslini, Luca Giuseppe Gianello, Edoardo Ginevra, Clara Guidali, Marco Fabio Gulisano, Patrizia La Rocca, Oreste Lanfranchi, Riccardo Manca, Claudia Mezzabotta, Fabio Massimo Micaludi, Giovanni Mirarchi, Angela Moliterni, Vilma Bruna Monti, Roberto Mosca, Antonio Navassa, Gianluca Pallini, Alberto Antonio Palmieri, Andrea Panato, Carlo Pesaro, Federico Pippo, Roberto Radicioni, Angelo Riva, Vittorio Sabella, Maria Grazia Salerno, Christian Schipani, Riccardo Sclavi, Massimo Simone, Alessandra Tami, Elvio Vaghi, Tiziana Vallone, Giorgio Venturini, Mario Venturini, Giuseppe Vittorio, Luigi Alessandro Werner, Cinzia Mara Zanni, Antonio Zenatelli.

Direttore Responsabile:

Patrizia Riva

Segreteria:

Elena Cattaneo

corso Europa, 11 • 20122 Milano

tel: 02 77731121 • fax: 02 77731173

INDICE

Prefazione	7
Introduzione.....	9
1. La patrimonializzazione delle PMI e le opportunità del <i>private equity</i>	11
1.1. La rilevanza delle PMI nel sistema economico europeo ed italiano	11
1.2. La patrimonializzazione delle PMI ed i principali risultati di alcune recenti ricerche	12
1.3. Il ricorso delle PMI al <i>Private Equity</i>	16
1.4. Le PMI tra <i>Private Equity</i> e quotazione	23
2. AIM Italia per patrimonializzare e rendere competitive le PMI	29
2.1. AIM Italia MTA e MAC: un breve confronto	29
2.2. AIM Italia e le attività preliminari alla quotazione	35
2.2.1. Il <i>Check-up</i> aziendale	35
2.2.2. Il processo di riorganizzazione - ristrutturazione.....	39
2.2.3. Formalizzazione della scelta di quotazione	43
2.3. AIM Italia e le attività di quotazione	44
2.3.1. Le diverse forme di <i>due diligence</i>	44
2.3.2. Il “Documento di Ammissione”	49

2.3.3.	Il <i>Road Show</i>	49
2.3.4.	I costi di quotazione	50
3.	Gli attori coinvolti nella quotazione su AIM Italia	53
3.1.	Il <i>Nomad</i>	53
3.2.	Il <i>Broker</i> (in gergo Global Coordinator).....	57
3.3.	Lo <i>Specialist</i>	58
3.4.	L' <i>Advisor</i> Finanziario.....	58
3.5.	La Società di Revisione	59
3.6.	La Società di Comunicazione.....	61
4.	L'attività del Dottore Commercialista sull'AIM Italia	63
4.1.	Il <i>Check-up</i> aziendale ante quotazione	63
4.2.	Il supporto durante il processo di quotazione	66
4.3.	Le opportunità del post-quotazione	68
5.	Il mercato AIM Italia a 2 anni dallo <i>start-up</i>	71
5.1.	Perché quotarsi sul mercato AIM Italia.....	71
5.2.	Le società quotate su AIM Italia	72
5.3.	Imparare a leggere i fattori di rischio degli emittenti.....	75
5.4.	Alcune informazioni sul mercato AIM in UK	76
5.4.	Le prospettive di sviluppo per il mercato AIM Italia	80
	Allegato 1 – Emittenti AIM Italia: attori coinvolti.....	83
	Allegato 2 – Emittenti MAC: attori coinvolti.....	87

Allegato 3 – AIM Londra: emittenti dicembre 2010	91
Allegato 4 – <i>Check list</i> di preparazione alla quotazione su AIM Italia	95
Bibliografia	105
Links utili	106

PREFAZIONE

Le piccole e medie imprese italiane sono l'ossatura del sistema economico nazionale. Lo sono per numero (oltre il 99% se guardiamo ai parametri stabili in sede europea dal 2003 e recepiti in Italia dal 2005) e per addetti (oltre l'81% dei dipendenti lo è in realtà in piccole e medie imprese).

In questo contesto le micro imprese, con meno di 10 dipendenti e un fatturato o un totale di bilancio inferiore od uguale a 2 milioni di euro, rappresentano oltre il 94% delle imprese, con oltre il 48% degli addetti.

Questa struttura produttiva è paradossalmente più simile al modello statunitense che al modello europeo, nel quale non si raggiunge neppure lontanamente (57%) il concorso delle PMI italiane al valore aggiunto globale del Paese (71,5%).

Dove tuttavia l'unicità italiana è significativa:

- nella primaria importanza del ricorso al finanziamento bancario;
- nell'alto utilizzo di strumenti di finanziamento a breve termine;
- nel minor ricorso al mercato dell'*equity*.

In questo contesto, le linee di tendenza in ordine all'erogazione del finanziamento bancario, conseguenti all'entrata in vigore dei principi di Basilea 2 e Basilea 3, designano l'ulteriore esigenza di un urgente ripensamento sulle strutture finanziarie delle PMI.

Private equity e quotazione sono strade da perseguire per le PMI che abbiano adeguati strumenti di rilevazione contabile, non solo consuntiva, ma gestionale, che sono in grado di prevedere ed analizzare le componenti della dinamica reddituale e finanziaria prospettica, che sappiano e possano gestire correttamente le dinamiche del capitale circolante. In assenza di ciò e cioè, in sintesi, di un'adeguata visione strategica, l'incontro tra il mondo delle PMI e il mondo dell'*equity* estraneo al tessuto familiare dell'imprenditore è destinato a generare frutti insoddisfacenti per tutti i soggetti coinvolti.

Da questa profondamente sentita consapevolezza, si dipana l'analisi condotta in questo quaderno, al quale hanno collaborato Carlo Arlotta, Franco Bertoletti, Elisabetta Coda Negozio, Carlo Pesaro e Giorgio

Venturini, tutti dottori commercialisti milanesi, tutti con una provata esperienza sul campo.

A loro si deve un'analisi rigorosa sugli strumenti alternativi di accesso delle PMI al mercato del capitale di rischio, con uno specifico focus su AIM Italia, che in questi giorni festeggia il suo secondo anno di operatività.

Da questa analisi discende la sottolineatura del ruolo fondamentale che ha il dottore commercialista, consulente primo del piccolo-medio imprenditore.

Come spesso accade molte sono le declinazioni dell'attività cui è chiamato, nell'accompagnare l'imprenditore nella ricerca del capitale di rischio. A titolo esemplificativo si può rammentare:

- analisi della struttura finanziaria;
- elaborazione del piano industriale;
- strutturazione di un adeguato sistema di controllo;
- definizione dei modelli organizzativi;
- implementazione di adeguate corporate governance;
- assistenza nell'adozione dei più indicati principi contabili;
- redazione della due diligence;
- verifica della necessità/opportunità di un passaggio generazionale.

Questo è lo scenario di riferimento per una professione che è chiamata, dalla realtà quotidiana e non dalla propria ambizione, ad una assistenza all'imprenditore a 360 gradi.

A questi scenari occorre rispondere con competenza e con la consapevolezza che la complessità della sfida chiama ad una crescente specializzazione e ad una risposta che il singolo professionista può dare in una chiave di organizzazione del proprio lavoro sempre più in team ed integrata con le specifiche conoscenze che altri colleghi possono mettere a disposizione nell'ottica di una risposta globale alle esigenze di impresa.

Anche a queste riflessioni questo Quaderno potrà certamente contribuire.

Alessandro Solidoro

Presidente Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano

INTRODUZIONE

Il rafforzamento patrimoniale è una condizione necessaria per sostenere la competitività delle imprese italiane. Anche in momenti di mercato più complessi è possibile incrementare gli investimenti in innovazione, aggredire nuovi mercati, lanciare nuovi prodotti e, in due parole, crescere e competere se ai canali tradizionali di finanziamento si affianca un ricorso consapevole al capitale di rischio.

In particolare, l'accesso al mercato dei capitali tramite la quotazione in Borsa è uno strumento oggi accessibile a un maggior numero di imprese; imprese che desiderano confrontarsi in scenari competitivi sempre più complessi e che possiedono visione strategica chiara, piani industriali solidi e credibili e desiderano raccogliere capitali locali e/o internazionali per realizzarli.

Mercati quali AIM Italia e MAC sono particolarmente adatti a queste imprese di piccola e media dimensione ma con alto potenziale di crescita, in quanto caratterizzati da una regolamentazione flessibile e da uno snellimento significativo dei requisiti e della tempistica di accesso al mercato e degli adempimenti post-quotazione, rispetto a quanto richiesto sul mercato regolamentato.

AIM Italia nasce sulla scorta dell'esperienza inglese dell'AIM, che oggi conta circa 1.200 società quotate e che in 15 anni è diventato il growth market di riferimento per piccole e medie imprese provenienti da tutto il mondo, in cerca di capitali internazionali per finanziare la propria crescita. Lanciato nel dicembre 2008 in un contesto di mercato difficile AIM Italia oggi conta 11 società e, pur dovendo ancora esprimere a pieno il proprio potenziale, ha raccolto i consensi di diversi operatori e aziende che attendevano un mercato per le PMI locale ma adatto a soddisfare le aspirazioni internazionali delle imprese italiane.

Al momento della pubblicazione di questo quaderno è al lavoro un Advisory Board costituito dai rappresentanti dei vari operatori di mercato, che ha l'obiettivo di suggerire a Borsa Italiana la strategia per un ulteriore sviluppo dei mercati dedicati alle PMI, incidendo anche su aspetti di sistema quali la creazione di una popolazione di investitori attenti alle

dinamiche tipiche delle small caps e il miglioramento del rapporto tra Borsa e impresa.

La decisione di quotarsi per un'azienda rimane una scelta difficile, che ha importanti implicazioni sia per gli azionisti che per tutta l'organizzazione aziendale e che deve maturare in condizioni di piena consapevolezza delle opportunità e degli impegni.

In questo contesto i professionisti hanno la possibilità di ritagliarsi un ruolo di primo piano, affiancando i propri clienti nella comprensione dell'evoluzione dei mercati, nello stimolarli a valutare le opportunità derivanti dalla quotazione per poi supportarli dal momento della maturazione della scelta, alla preparazione, fino a toccare alcuni aspetti della due-diligence e degli adempimenti tipici di una società quotata.

Mi auguro che questo quaderno, che riporta attente analisi dei mercati e delle caratteristiche che le aziende devono avere per presentarsi in Borsa, possa essere un valido punto di riferimento per tutti i professionisti che desiderano approcciare e approfondire questi temi, oltre che uno strumento di sviluppo della vostra attività.

Buona lettura!

Barbara Lunghi

Head of Mid&Small Caps

Primary Markets - Continental Europe

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

1. LA PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE PMI E LE OPPORTUNITÀ DEL PRIVATE EQUITY

1.1. La rilevanza delle PMI nel sistema economico europeo ed italiano

Le PMI in Europa rappresentano il 99% del totale delle imprese e impiegano circa 65 milioni di persone, mentre in Italia le PMI con meno di 20 dipendenti pesano circa il 60% dell'occupazione ed il 40% del valore aggiunto del sistema economico.

Le PMI sono definite a livello europeo⁽¹⁾ in relazione all'organico ed a parametri economico-patrimoniali; questa definizione, vincolante solo per gli aiuti di Stato, la partecipazione ai fondi strutturali e/o programmi comunitari o programmi di ricerca e sviluppo tecnologico, è tuttavia ritenuta molto importante, in quanto ha caratterizzato, ad esempio, l'analisi di tutti gli studi di impatto relativi alle simulazioni di Basilea sulle imprese. A partire dal gennaio 2005, sono adottati, quindi, i seguenti parametri:

	Dipendenti	Fatturato	Totale di bilancio
Micro impresa	< 10	≤ € 2,0mln oppure	≤ € 2,0mln
Piccola impresa	< 50	≤ € 7,0mln oppure	≤ € 5,0mln
Media impresa	< 250	≤ € 40,0mln oppure	≤ € 27,0mln

Un altro concetto importante che delinea i confini della PMI è necessariamente quello di impresa indipendente, non riconducibile ad altre imprese controllanti o collegate; quest'ultimo aspetto, deve essere oggetto di opportuni approfondimenti per accertare, come le diverse

⁽¹⁾ Come stabilito dalla Raccomandazione CE n. 1422 del 6 maggio 2003, recepita del Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18.04.05, pubblicato sulla G.U. 238 del 12.10.05

finalità (strategiche, amministrative, di disciplina sostanziale del controllo, fiscali, di gruppo e delle parti correlate) possano direttamente o indirettamente modificare il profilo di rischio della PMI considerata.

In aggiunta grande rilevanza attiene alle imprese familiari, che costituiscono una parte significativa del tessuto imprenditoriale nazionale e che sono caratterizzate dal ruolo ricoperto nella realtà imprenditoriale dai componenti stessi delle famiglie (soci di maggioranza, di minoranza, ruolo manageriale e/o cariche sociali, ecc.). Da non dimenticare, l'eventuale ruolo ricoperto da soggetti terzi non legati alla famiglia, che possono anche essere soci di maggioranza o di minoranza, come i fondi di *private equity*, che analizzeremo nel prosieguo del presente paragrafo. Le diverse combinazioni tra le caratteristiche sopra citate possono dare origine, se non adeguatamente disciplinate, a sovrapposizioni di ruoli e favorire il sorgere di conflitti interpersonali, specialmente nei processi successori o di ricambio generazionale e spesso possono trasformarsi in minacce che depauperano le famiglie dell'imprenditore e le stesse imprese. Nel seguito dei paragrafi analizzeremo le imprese familiari, gli strumenti offerti dai *private equity* e le opportunità offerte alle PMI di nuovi mercati dedicati da Borsa Italiana.

1.2. La patrimonializzazione delle PMI ed i principali risultati di alcune recenti ricerche

Abbiamo accennato ai conflitti che spesso possono manifestarsi all'interno delle "aziende familiari" in virtù dei diversi ruoli, reali, formali ed a volte sovrapposti, che all'interno delle stesse i componenti della famiglia ricoprono.

Un'interessante ricerca dell'Osservatorio AIDAF-UniCredit-Bocconi (AUB)⁽²⁾, utilizzando i dati 2007, ha analizzato le aziende familiari italiane con ricavi superiori ai 50 milioni di euro e di 2.484 di queste è riuscita a studiarne i fenomeni; dall'Osservatorio le aziende citate presentano le seguenti caratteristiche:

- **anzianità:** molte aziende hanno un'anzianità elevata; il 44% ha più di 25 anni ed il 7% delle stesse ha oltre 50 anni;

⁽²⁾ Osservatorio AIDAF-UniCredit-Bocconi (AUB) - 1° rapporto ottobre 2009 curato da Guido Corbetta e Alessandro Minichilli.

- **natura giuridica:** il campione evidenzia una natura giuridica orientata al modello più evoluto (il 78% è costituito come Spa ed il 21% come Srl);
- **volume ricavi:** le aziende si posizionano tra le aziende di medio-grande dimensione; il 74% ha ricavi compresi tra 50 e 150 milioni di euro; il 12% ha ricavi tra i 150 ed i 200 milioni di euro; il 14% ha ricavi superiori ai 200 milioni di euro;
- **settore di attività:** nell'azienda familiare prevale il settore di attività manifatturiero (40%), seguito dal settore dei trasporti e commercio (31%), dai servizi professionali (11%) e da quello immobiliare e delle costruzioni (9%);
- **area geografica:** l'analisi del campione rileva che il 44% è posizionato nel nord-ovest; il 30% nel nord-est; il 30 nel centro; il 10% nel sud-isole.

Il principale risultato dell'analisi dell'Osservatorio evidenzia che la necessità di capitale di rischio rappresenta il principale aspetto da gestire e risolvere problema, insieme alla criticità del passaggio generazionale o all'impiego di manager non familiari. I cambiamenti indiretti che emergeranno da Basilea 3 a seguito della minore disponibilità di capitale di rischio e di credito a disposizione delle imprese, accelereranno ulteriormente la necessità di disegnare politiche industriali di sistema volte a rafforzare le PMI e le imprese familiari, in particolare.

Un'altra evidenza empirica⁽³⁾, ha sottolineato l'esistenza di un nucleo di circa 4 mila aziende sane (tasso di crescita del fatturato, buona marginalità, basso livello di indebitamento), con dimensioni di fatturato che vanno da 13 a 290 milioni di euro ed ulteriori 900 aziende con fatturato inferiore ad 1 miliardo di euro (con complessivi 800 mila dipendenti) che contribuiscono per un terzo al valore aggiunto complessivo dell'industria del nostro paese. Anche in questo caso si rendono evidenti alcune specificità del sistema imprenditoriale, che si possono riassumere nelle seguenti caratteristiche:

- diffusa necessità di ricorrere al ricambio generazionale per motivi riconducibili all'età anagrafica del fondatore, attraverso un percorso serio e strutturato; infatti, solo un terzo delle aziende è ancora in vita dopo cinque anni dal primo passaggio generazionale;

⁽³⁾ Si veda in proposito la ricerca 2010 su *Le medie imprese industriali italiane* curata da Mediobanca-Unioncamere.

- localizzazione geografica delle imprese è concentrata in Lombardia, Piemonte, Veneto, Friuli, Emilia Romagna e Toscana;
- elevato ricorso all'indebitamento bancario avviene in prevalenza attraverso forme tecniche a breve;
- presenza di una modesta patrimonializzazione.

Dall'analisi emerge che la struttura industriale italiana mostra una elevata frammentazione, specialmente per scelte imprenditoriali focalizzate spesso su logiche di breve periodo piuttosto che su un'impostazione di sostenibilità del progetto industriale nel medio e lungo termine. Inoltre, le PMI non beneficiamo della così detta "protezione istituzionale" della grande impresa in crisi che, per motivazioni di difesa dell'occupazione, sono spesso sostenute da politiche di salvataggio. Si evidenzia quindi la necessità di tutelare la crescita dimensionale e lo sviluppo di quel segmento di imprese più fragili sia attraverso aggregazioni (lo sviluppo delle normative sui distretti e sulle reti va proprio in questa direzione), sia mediante il ricorso a capitali di terzi (come i capitali raccolti attraverso la quotazione o i *private equity*).

Con riferimento ai rapporti con le banche la riforma di Basilea ha comportato importanti cambiamenti nelle procedura di affidamento seguite dalle banche; in particolare, gli aspetti qualitativi che influenzano il rating delle controparti (strategie, posizionamento, management) nella prassi non pesano oltre il 10%, mentre un peso molto significativo viene attribuito al rapporto andamentale ed alla presenza di una adeguata patrimonializzazione oltre alla esposizione che emerge nella centrale dei rischi tenuta dalla Banca d'Italia. In generale, in questo periodo, per effetto della presente negativa congiuntura economica, si osserva un peggioramento dei giudizi (rating) attribuiti è dovuto ad una serie concomitante di fattori, tra i quali citiamo:

- la riduzione del livello di patrimonializzazione anche per effetto delle perdite di esercizio conseguite nel corso degli ultimi anni di crisi;
- l'andamento anomalo di alcuni indicatori finanziari e patrimoniali;
- il ritardo nella consegna alle banche di dati finanziari ed economici sia a consuntivo sia prospettici;
- frequenti sconfinamenti o pieno utilizzo delle linee accordate;
- peggioramento delle performance di settore;
- basso rapporto di copertura degli oneri finanziari

Le stesse banche stanno ridefinendo i loro modelli di business valorizzando tra le attività bancarie quelle orientate alla valorizzazione della banca commerciale ed in particolare a quelle tipiche della banca orientata al retail ed al territorio e quindi alle PMI. In tale contesto una

delle condizioni per competere diventerà sempre di più la capacità dei sistemi territoriali locali di combinare e organizzare le opportunità economiche e le risorse per acquisire un posizionamento più vantaggioso nei processi di accumulazione e di riorganizzazione più efficiente, anche da un punto di vista della allocazione delle risorse umane e finanziarie. Va, in proposito, introdotto, anche in base a quanto emerge da una recente ricerca del CNEL⁽⁴⁾, un nuovo approccio che a partire dal credito di relazione a livello di distretto sia in grado di promuovere progetti di sviluppo che coinvolgano l'intera rete d'impresa. Finanziarie regionali, sistema dei Confidi e sistema bancario in tale approccio andrebbero così a costituire, in definitiva, un vero e proprio sistema tra imprese e finanza per lo sviluppo locale.

Come evidenziato in un'ulteriore ricerca⁽⁵⁾ oltre la metà delle imprese manifatturiere italiane (55%) si trova in una condizione di vulnerabilità o rischio finanziario ed è esposta agli effetti negativi di Basilea 2 sia in termini di riduzione del credito disponibile, ma soprattutto in un incremento del suo costo, con un incremento proporzionale al rating. Le società che più soffrono di questa debolezza sono quelle appartenenti ai settori alimentari, mobili, tessile e abbigliamento. Di sovente i fattori di debolezza strutturale delle PMI, caratterizzati da un crescente ricorso all'indebitamento in presenza di sottocapitalizzazione si accompagnano a posizionamenti competitivi stagnanti, con evidente impatto sulla redditività e della crescita. Ancora una volta, il percorso verso un miglioramento del tessuto industriale deve coniugare la capacità di incrementare le risorse finanziarie con la contestuale capacità di una attenta gestione strategica combinata con una maggiore sensibilità per la finanza d'impresa. Le imprese devono quindi interrogarsi sulla capacità di valutare:

- la capacità dei flussi di cassa di coprire adeguatamente il debito, gli investimenti e la remunerazione del capitale;
- la redditività aziendale in modo tale da consentire di sostenere gli oneri finanziari;
- la coerenza del debito con le dimensioni dei mezzi propri dell'azienda;

⁽⁴⁾ Si veda in proposito lo studio del CNEL del 2008 su *Distretti Produttivi e Sviluppo*.

⁽⁵⁾ Ricerca della società di consulenza K Finance *I settori manifatturieri alla prova di Basilea 2*, 2009.

- la gestione del capitale circolante investito coerente con le dimensioni aziendali.

Valutata la struttura finanziaria adeguata per l'impresa la necessità di rafforzare la struttura patrimoniale passa attraverso operazioni di aumento di capitale da parte degli attuali soci, di nuovi imprenditori, l'ingresso di fondi di *private equity* o mediante la quotazione in Borsa.

1.3. Il ricorso delle PMI al *Private Equity*

Le dimensioni del settore del *Private equity* possono essere rappresentate tramite i dati dell'associazione di categoria AIFI e l'Osservatorio del *Private Equity Monitor (PEM)*⁽⁶⁾. L'analisi a livello settoriale è focalizzata sugli investitori, il numero e le caratteristiche degli investimenti, le dimensioni, il portafoglio detenuto, le tipologie di intervento. Alla data del 30 giugno 2010, il portafoglio complessivo degli investitori attivi in Italia risultava composto da 1.100 aziende, per un controvalore delle partecipazioni detenute di circa 19 miliardi di euro. Gli effetti della crisi finanziaria internazionale si sono manifestati anche sul mercato italiano del *private equity* che ha registrato nel 2009 un sensibile rallentamento dell'attività (-52%). Ridotto anche il numero di operazioni, che ha subito, tuttavia, una contrazione inferiore rispetto a quanto verificatosi in termini di volumi. In termini di tendenza del settore si osserva:

- l'aumento dell'ammontare di *equity* investito superiore al 40% e diminuzione della leva finanziaria;
- la grande incidenza del *write off* e problemi di gestione del livello di indebitamento;
- la diminuzione dei multipli pagati (prezzi), con prevalenza del mercato dei compratori piuttosto che di quello dei venditori;
- l'aumento dell'utilizzo del mezzanino e di altri strumenti ibridi di capitale;
- investimenti orientati alle PMI e alle imprese familiari;
- il periodo di investimento allungato ai 4-6 anni ed in aumento.

⁽⁶⁾ Per una completa disamina dei dati di settore si rimanda congiuntamente al sito di AIFI "Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital", www.aifi.it e del Private Equity Monitor www.privateequitymonitor.it.

Gli investimenti di *private equity* sono parte del complesso delle operazioni di M&A, che nel 2009 e nel 2010 hanno subito una flessione a causa del *credit crunch*. Con riguardo alle caratteristiche delle operazioni concluse nel settore in basi ai dati dell'Osservatorio PEM sono emerse alcune considerazioni.

In termini di tipologia di operazioni, quelle strutturate nella forma tecnica del *buy out*, dell'*expansion* e del *replacement* costituiscono la tipologia di investimento più frequente per dimensione e valore. Gli *start-up*, attraverso gli interventi di *venture capital*, *business angels* e delle finanziarie regionali, sono in termini di numero e di volumi di transazioni ancora molto ridotte, anche se stimate in crescita nei prossimi anni, grazie a risorse finanziarie significative messe a disposizione anche dalla Finanza Pubblica ed Europea. L'impatto delle operazioni di *turnaround* è ancora trascurabile nonostante la riforma della Legge Fallimentare e l'introduzione di innovativi istituti per il salvataggio delle imprese in crisi.

Preme innanzitutto osservare che le incerte prospettive economiche si sono traslate in una riduzione dei valori di sintesi espressi dal mercato con riferimento all'*Enterprise Value* (EV) e più precisamente ai rapporti EV/Sales, che per il 2009 è stato di 0,9 contro un valore medio nel 2008 di 1,1, ed EV/Ebitda, a sua volta pari a 5,7 verso un valore di 6,8 riferito ai dati 2008. La riduzione potrebbe essere maggiore in quanto in genere i valori osservati riguardano le aziende migliori mentre molte transazioni potrebbero non essere state concluse a causa di valori negoziati eccessivamente bassi.

La struttura finanziaria utilizzata per le operazioni di *buy out*, conferma il trend in diminuzione del ricorso alla leva finanziaria come già avvenuto nel 2008. Il livello medio del grado di leva (debito/*equity*) utilizzato per realizzare gli investimenti, infatti, è risultato pari a 1,0 rispetto al valore di 1,4 registrato nel 2008.

Una parte significativa delle operazioni di *Private Equity* aventi ad oggetto PMI, ha riguardato la successione imprenditoriale e familiare contestuale alle operazioni originate da dismissioni di divisioni di grandi gruppi multinazionali, che hanno contribuito a razionalizzare le strutture e le organizzazioni aziendali ed a far cassa per affrontare in maniera più adeguata la crisi. Si sottolinea un aspetto di particolare rilievo ai nostri fini e cioè che il 50% delle operazioni realizzate dai *Private Equity* è relativo a PMI, ed in particolare a società con un fatturato fino a 30 milioni; questa fascia di operazioni, dai dati AIFI, appare in aumento rispetto al numero complessivo di operazioni realizzate nel 2008 e 2009. Il disincentivo fino a qualche anno fa ad investire in PMI da parte dei fondi era giustificato

dalla prospettiva dei fondi di dover sostenere investimenti sostanzialmente analoghi rispetto a quelli per operazioni più rilevanti, con però differenze sostanziali in termini di ritorno, a favore ovviamente delle operazioni medio grandi. Tuttavia, la contrazione del credito, la riduzione di operazioni di *buy out* di maggiori dimensioni e le potenzialità espresse nella nostra economia dalla vivacità di molte PMI di eccellenza hanno condizionato favorevolmente il mercato del *Private Equity* modificando il business mix delle operazioni a vantaggio di quelle rivolte alle PMI. Circa la distribuzione per area geografica, degli investimenti il Nord rappresenta il motore trainante del mercato con circa il 67% degli investimenti, contro il 68% delle operazioni nel 2008.

Le operazioni di *Private Equity* possono essere esaminate secondo una duplice prospettiva: in relazione al ritorno economico degli investitore nei fondi di *Private Equity* e quindi in termini di ritorno dell'*asset allocation* specifica come qualsiasi altro strumento finanziario, oppure con riferimento all'impatto del *Private Equity* sulle imprese target.

Dal primo punto di vista la metodologia più diffusa fa riferimento a due indicatori di performance maggiormente utilizzati per il calcolo della performance da parte dei fondi: l'IRR ed il *Cash Multiple*. Il primo è il tasso implicito di rendimento composto annuo degli investimenti calcolato sia sul valore dell'intero fondo che sui singoli investimenti. Il *Cash Multiple* è il rapporto tra il valore degli investimenti realizzati ed il valore investito⁽⁷⁾.

In termini di asset allocation i risultati, a livello internazionale⁽⁸⁾ sono discordanti: uno studio evidenzia che nel mercato statunitense dal 1980 al 2001 la performance media dei fondi di *Private Equity* negli Stati Uniti è stata di poco inferiore a quella dell'indice S&P 500. Con riferimento all'impatto sulle aziende target diverse ricerche hanno confermato il ruolo positivo del *Private Equity* in termini di ricavi, redditività e impatto occupazionale, ma contestualmente sono stati mossi alcuni rilievi ad una operatività particolarmente aggressiva, riguardano in prevalenza i mercati anglosassoni (riferimento alle cosiddette "locuste"). Più recentemente le critiche si sono focalizzate sugli effetti di un uso intensificato delle leva finanziaria, anche grazie alla disponibilità di fondi a basso costo, almeno prima del *credit crunch*, con le relative conseguenze: aumento della rischiosità per le imprese indebitate, diminuzione dell'imponibile fiscale

⁽⁷⁾ Si veda in merito il rapporto pubblicato da KPMG: *Italian Private Equity and Venture Capital market 2009 performances*.

⁽⁸⁾ Corriere della sera, 19 agosto 2009, pag. 9.

compreso dai debiti, mentre le successive plusvalenze sulle cessioni sono talvolta realizzate in paesi a fiscalità agevolata. I rischi dell'utilizzo della leva finanziaria sono aumentati nei casi in cui è stato sovrastimata la capacità di ripagare in tempi ristretti il debito contratto in fase di acquisizione. In aggiunta l'ammontare del debito e degli oneri finanziari può avere sacrificato gli investimenti, ridotto le spese di ricerca e di pubblicità indebolendo le prospettive di sviluppo dell'azienda. In ogni caso le contrazioni del mercato borsistico in termini di multipli comparabili e di mercato del credito hanno riportato all'attenzione degli investitori verso la necessità di valutare la capacità concreta dell'azienda target indipendentemente dal punto di vista finanziario connesso all'uso della leva.

Per quanto riguarda le performances quantitative delle società nel portafoglio dei Fondi di *Private Equity* in Italia, si osserva che queste hanno di sovente ricalcato le performances di settore e sono state penalizzate nei casi delle operazioni con uso della leva finanziaria, come nei LBO. Una ricerca della SDA Bocconi, che aveva come obiettivo di rendere più trasparente il settore e valutare il grado di "rischio sistemico" implicito nel portafoglio di *Private Equity* (utilizzando come parametri lo "Z score" di Altman e l'"Interest Coverage Ratio") ha evidenziato che su 185 società campione 103 presentano significativi profili di rischio. Tali evidenze empiriche non positive scontano l'attuale congiuntura, ma evidenziano nel contempo alcune criticità che potranno essere oggetto di ulteriore verifica empirica⁽⁹⁾.

Secondo una ulteriore ricerca della Banca d'Italia⁽¹⁰⁾ il tasso medio annuo di crescita del fatturato delle imprese interessate da operazioni di *Private Equity* è stato pari al 17,8%, gli occupati sono cresciuti in media dell'11% all'anno, infine il margine operativo lordo è cresciuto del 23,5% all'anno in media. Si tratta di valori elevati, che possono riflettere l'effetto dell'apporto dell'intermediario finanziario, ma che con ogni probabilità evidenziano anche una forte selezione ed attenzione verso imprese con elevate prospettive di crescita. Non risulta quindi agevole distinguere tra i due effetti.

⁽⁹⁾ Laboratorio Private equity & LBO - Sda Bocconi in "Ipotesi per un modello di Private Equity Risk rating", 7 luglio 2010

⁽¹⁰⁾ Banca d'Italia - Collana Questioni di economia e finanza, *Il Private equity in Italia*, 2009

I principali benefici riconducibili all'entrata di un operatore di *Private Equity* sono:

- apporto di professionalità e *network* per: successive acquisizioni, integrazioni, accesso facilitato ai capitali di debito, internazionalizzazione, sostegno ai processi di ristrutturazione aziendale;
- creazione di valore tramite: impulso alla crescita, ricorso alla leva finanziaria;
- miglioramento della trasparenza e della governance che si traduce in una migliore e più remunerativa percezione dell'azienda da parte del mercato.

Si deve rammentare che gli investitori hanno finalità finanziarie e industriali, ma in una logica di breve/medio periodo. L'“*holding period*” degli investimenti indicativamente compresi tra 3,5 e 4 anni si è ora allungata per effetti congiunturali, ma va osservato che la forte attenzione ai *ratos* finanziari con scelte gestionali che privilegiano il breve termine può generare tensioni sulla capacità dell'impresa di creare valore su un orizzonte di più lungo termine.

Da un punto di vista empirico secondo la citata ricerca di Banca d'Italia con riferimento alla valutazione del rapporto con l'intermediario, il quadro si presenta articolato. Tra i fattori positivi sono menzionati il migliorato accesso a fornitori e distributori, a nuove fonti finanziarie esterne. Al contrario diversi imprenditori hanno lamentato la mancanza di un maggiore contributo da parte degli intermediari anche su aspetti prettamente finanziari o strategici (conoscenza superficiale del mercato di riferimento o suggerimenti basati su schemi standard che non tenevano sufficientemente conto delle specificità settoriali). In definitiva il fondo di *Private Equity* è un acceleratore/catalizzatore di decisioni necessarie per lo sviluppo strategico dell'impresa e questo è un aspetto positivo che si bilancia talvolta con un orizzonte temporale limitato, che finisce per condizionare le scelte operative a discapito di una logica industriale di più ampio respiro.

Con riferimento alla presenza del *Private Equity* nella compagine societaria delle PMI, una recente indagine⁽¹¹⁾ ha evidenziato che solo il 5% delle imprese eccellenti in Italia comprende nel suo azionariato la presenza dei fondi. L'indagine ha riguardato oltre 12 mila aziende, piccole e medie in base a parametri di eccellenza (crescita, redditività, solidità

⁽¹¹⁾ Ricerca di Global Strategy, citata in Il sole 24 ore, 15 luglio 2010.

finanziaria) e solo 11 PMI su 194 che rappresentano il top dell'industria italiana, vedono la presenza di fondi o soggetti finanziari di capitale di rischio. La percentuale sale al 10% se si includono le imprese con una struttura finanziaria meno solida. La lettura di queste indicazioni può essere duplice. Da un lato la difficoltà o disinteresse a focalizzarsi su questo segmento di mercato, dall'altro la conferma del fatto che molti imprenditori non siano favorevoli all'apertura ad azionisti esterni ed al mercato. Su questo ultimo tema che riguarda la scelta del fondo di *Private Equity* da parte dell'imprenditore, si osservi che la selezione dell'investitore può essere valutata in base a una molteplicità di fattori. La reputazione dell'intermediario risulta uno dei fattori più importante nell'orientare la scelta dell'impresa insieme alle competenze specifiche dell'intermediario. Gli altri fattori che possono influenzare le scelte dell'impresa sono, ad esempio:

- specializzazione per settore, area geografica di investimento, tipologia di operazione (early stage, buy out, replacement etc.);
- valutazione della presenza nel portafoglio del fondo di aziende sinergiche o complementari (integrazione verticale o orizzontale);
- orientamento del fondo verso investimenti in maggioranze o minoranze e soglia dimensionale di investimento;
- dimensione del fondo, standing, network internazionale;
- stile di gestione: hands on o hands off (livello di coinvolgimento nella gestione aziendale);
- track record del management: prevalenza di know how industriale o finanziario;
- tipologia e forma giuridica del gestore o del fondo: fondi gestiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR) country fund, banche e merchant bank, fondi Pan-europei, regionali e pubblici, investment company quotate su MTA, AIM Italia o sul Mercato per i Veicoli di Investimento – MIV (di recente costituzione);
- data di partenza (vintage year) del fondo e fase della vita del fondo che evidenzia un orientamento all'investimento o alla cessione.

Per quanto riguarda le prospettive del *Private Equity* a lungo termine il limitato sviluppo dei fondi pensione, il trattamento fiscale e la normativa fallimentare sono ritenuti i principali fattori di ostacolo⁽¹²⁾. Si stima il valore

⁽¹²⁾ Per ulteriori considerazioni si veda AIFI-Libro Bianco *Proposte per lo sviluppo del Private equity e Venture capital in Italia*, 2008.

del TFR complessivo su base nazionale sia intorno ai 14 miliardi di euro⁽¹³⁾ e se il 10% fosse investito in fondi pensione, in base ad una *asset allocation* diversificata, tipica dell'esperienza di altri paesi, anche i fondi di *Private Equity* potrebbero beneficiarne. La normativa fiscale ha riformato a tassazione dei redditi di impresa ponendo un limite alla deducibilità fiscale degli interessi sul debito, disincentivando l'utilizzo della leva finanziaria e più in generale, la normativa italiana non prevede incentivi fiscali all'operatività del *Private Equity* (inclusa l'assenza di incentivi per le *stock options*, anzi oggi tendenzialmente tassate). Sempre in tema di regolamentazione si rammenta il dibattito in corso a livello Europeo sulla "Direttiva sugli *Alternative Fund managers*", in parte criticata per l'assimilazione di strumenti finanziari diversi tra di loro quali i fondi di *Private Equity* e gli *hedge funds*, da sottoporre a più stringente regolamentazione. La recente riforma fallimentare ha influenzato positivamente il mercato anche se ancora gli operatori dedicati alle operazioni di "turnaround" e di "special situations" sono numericamente molto limitati.

Lo sviluppo del mercato del *Private Equity* è inoltre condizionato dalla crescita del *secondary buy out* verso fondi di fondi di *Private Equity*. Al riguardo si osserva che i *secondary buy out* hanno una duplice valenza: se da un lato vivacizzano il mercato e creano i presupposti di liquidità che consentono lo sviluppo del mercato dei *Private Equity*, spesso hanno fatto registrare comportamenti ed operazioni non necessariamente ispirate a logiche economiche e razionali di cessione, originando dubbi sul funzionamento e sull'efficacia di questo particolare segmento di mercato⁽¹⁴⁾.

Notevole attenzione viene riservata allo sviluppo del "Fondo Italiano di investimento per le piccole e medie imprese" costituito in forma di SGR, con una dotazione iniziale di 1 miliardo di Euro ed avente come target di investimento le PMI e cioè imprese italiane in via di sviluppo, con ambizioni di crescita interna ed esterna e con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di euro. Potenzialmente l'intervento è particolarmente significativo in quanto può riguardare circa 15 mila imprese.

⁽¹³⁾ Stima effettuata da Assoprevidenza, 2005.

⁽¹⁴⁾ Gianfilippo Cuneo, *Il sole 24 ore*, 29 maggio 2010 pag.13.

1.4. Le PMI tra *Private Equity* e quotazione

La quotazione in Borsa può offrire un'alternativa a supporto dello sviluppo dell'attività, rispetto ai canali tradizionali di finanziamento. Una recente analisi svolta da Borsa Italiana⁽¹⁵⁾, rileva che le risorse finanziarie derivanti dal processo di quotazione (e successivi aumenti di capitale) di 77 società sono state così impiegate:

- 36,7% destinato all'acquisizione di società italiane e straniere;
- 17,8% per realizzare investimenti produttivi;
- 9,3% dedicato ad attività di ricerca e sviluppo;
- 6,2% per l'attività ordinaria ed amministrativa;
- 3,6% rivolto all'ampliamento della rete commerciale;
- 7,1% per altre finalità.

La stessa analisi ha rilevato che, senza la quotazione, il 43,8% delle società interviste non avrebbe potuto realizzare alcun progetto.

Il successo di una quotazione dipende da diversi fattori, tra i quali le condizioni del mercato, la liquidità disponibile, la sensibilità degli investitori, il profilo aziendale ed il relativo settore di attività, i piani aziendali e le prospettive future, la capacità di comunicare con il mercato. Infatti, un'azienda può ottenere dal processo di quotazione maggior successo se:

- svolge un'attività che il mercato considera "attraente";
- ha un'interessante storia aziendale;
- ha un importante potenziale di crescita;
- l'attività è orientata verso un mercato internazionale.

Conseguentemente, sarà compito dell'azienda di valutare il periodo di quotazione, di saper rendere la propria storia aziendale interessante per il mercato, comunicando le proprie potenzialità, i piani di sviluppo, e l'apertura verso l'estero.

Il *Private Equity*, come noto, è un socio temporaneo, interessato a sviluppare l'impresa e valorizzare l'investimento realizzando a termine (di solito entro 3 o 5 anni, anche se in realtà in Italia si stanno registrando anche ipotesi di *way out* più lunghe⁽¹⁶⁾), una plusvalenza adeguata al profilo

⁽¹⁵⁾ Dati commentati durante il corso di formazione CNDCEC - Borsa Italiana – ODCEC Milano nell'ambito della lezione su "La quotazione in borsa a sostegno dei piani di crescita delle PMI" 2010.

⁽¹⁶⁾ Come ad esempio le tempistiche proposte dal regolamento del nuovo Fondo Italiano d'Investimento, che prevede sostanzialmente un *holding period* della durata fino a 12 anni.

di rischio. L'investimento delle operazioni ha un orizzonte temporale definito e il fondo di investimento provvede al disinvestimento tramite una delle seguenti modalità:

- vendita sul mercato di Borsa (IPO);
- cessione ad un socio industriale (*trade sale*);
- cessione ad un altro fondo (*secondary buy out*);
- riacquisto da parte del socio originario (*buy back*);
- azzeramento della partecipazione (*write off*).

La quotazione è una delle modalità operative di dismissione utilizzate dai fondi di *Private Equity* (che presenta vantaggi e svantaggi; l'investitore, nell'ambito di questa strategia pianifica una modalità di *exit* e un *timing* ipotetico la cui effettiva realizzazione è condizionata dall'andamento della società e dai mercati finanziari. I principali vantaggi/svantaggi della quotazione rispetto alla cessione privata sono i seguenti:

Principali vantaggi:

- Prezzo più elevato (se il momento di mercato di Borsa è favorevole);
- *Commitment* del *management* che non vede rischi, ma in genere opportunità, per la propria posizione;
- Possibilità di apprezzamento delle azioni residue in portafoglio (qualora il titolo nel tempo accresca il suo valore);
- Possibilità di sollecitare offerte parallele di *trade sale*.

Principali svantaggi:

- Costi più elevati e maggiore trasparenza richiesta rispetto al *trade sale*;
- Presenza di accordi di *lock-up* che non consentono di disinvestire tutta la partecipazione entro determinati termini di tempo;
- Possibilità di deprezzamento della partecipazione residua se il titolo dovesse registrare un andamento negativo post- quotazione.

La quotazione costituisce un naturale *exit* degli interventi sul capitale di rischio e il *Private Equity* potrà beneficiare anche del nuovo mercato AIM Italia, oggi penalizzato, come in tutti i mercati di Borsa dalla fase congiunturale molto negativa degli ultimi anni. L'*exit* attraverso il processo di quotazione è stato, in base ai dati aggregati nel periodo 2006-2008, del solo 8,5%⁽¹⁷⁾. Oltre un terzo delle aziende italiane quotate negli ultimi dieci anni è stato assistito da operatori di *Private Equity*, ampliando un accesso al mercato di Borsa che era appannaggio di imprese di grandi dimensioni

⁽¹⁷⁾ Laboratorio Private equity & LBO - Sda Bocconi in "Come cambia il mercato del private equity dopo il credit crunch", 7 luglio 2010.

e che è caratterizzato, per capitalizzazione, da una dimensione ridotta rispetto agli altri paesi industrializzati⁽¹⁸⁾. La quotazione, per potere riscuotere successo, deve riflettere un serio progetto industriale in grado di giustificare il ricorso alla quotazione con investimenti effettivi e progetti di sviluppo e che non sia finalizzata quindi alla realizzazione di un'operazione di liquidare la propria posizione da parte di un investitore di *Private Equity*

In relazione alle società presenti nel portafoglio di investimento, una ricerca congiunta AIFI–Borsa Italiana⁽¹⁹⁾ ha stimato, su un campione aggiornato al 2007/2008, le potenziali società quotabili detenute da fondi di *Private Equity*. Tale ricerca ha identificato 75 società su un campione di 401, che in prima approssimazione potrebbero essere quotate, avendo le seguenti caratteristiche:

- fatturato mediano pari a 33 milioni di euro;
- l'EBITDA mediano pari a 6 milioni di euro;
- la posizione finanziaria netta (PFN) mediana pari a 5,7 milioni di euro.

In termini di aree geografiche, quella più rappresentata risulta essere il Nord Italia, con circa il 77% delle società selezionate. Con riferimento ai singoli mercati, 63 imprese del totale delle società quotabili identificate in questo studio presentano caratteristiche idonee a seguire un percorso di avvicinamento al mercato AIM Italia, mentre 12 possono aspirare al mercato principale. Estendendo il campione, ed adottando gli stessi criteri in termini di fatturato, EBITDA e PFN le società quotabili salirebbero, sempre per la stessa ricerca, a 96. Per quanto riguarda invece la scelta tra quotazione e cessione della partecipazione nella pratica si osserva sul mercato il ricorso al cosiddetto “*dual track*” o “doppio binario” che significa, sostanzialmente, realizzare la *way out* affiancando l'alternativa offerta dal processo di quotazione a quella delle trattative di “*private sale*” con un ristretto numero di investitori privati⁽²⁰⁾. L'idea sottostante a tale

⁽¹⁸⁾ Considerazioni finali della relazione della Banca d'Italia dell'anno 2010.

⁽¹⁹⁾ La ricerca del maggio 2010 costituisce un aggiornamento sul tema della quotabilità del portafoglio dei *Private Equity* italiani, svolta per la prima volta nel 2009 e nata grazie alla convenzione stipulata tra AIFI e Borsa Italiana. L'obiettivo della convenzione è quello di promuovere una visione integrata del ricorso al capitale di rischio e sensibilizzare gli operatori finanziari e le imprese sui temi e le opportunità relative alla quotazione di Borsa come strategia di crescita a medio/lungo termine.

⁽²⁰⁾ Si veda Emilio Corrà, MF, 12 gennaio 2007.

strategia di dismissione è identificabile nella volontà del fondo di aumentare la competizione tra i potenziali acquirenti e quindi di massimizzare la realizzazione/probabilità di *way-out*. I venditori, per raggiungere tali finalità, faranno leva selettivamente sui “*value drivers*” più opportuni e rilevanti per ogni “binario” (per es. il piano strategico *stand alone*, la qualità del *management team* esistente, le potenziali sinergie, l’andamento dei mercati borsistici). Il *dual track* amplia così la flessibilità da parte dei venditori di adattare il processo di dismissione all’evolversi della situazione del business e dei mercati. Tale modalità se da un lato evidenzia aspetti positivi, dall’altro presenta alcuni rischi da gestire attentamente. Un aspetto sostanziale per la riuscita dell’operazione è la riservatezza del processo di “*private sale*”, che, nonostante la sottoscrizione spesso di un “*confidentiality agreement*” (accordo di riservatezza) da parte dei potenziali acquirenti, rischia di diventare di pubblico dominio. Il mercato infatti sarebbe più restio ad investire in una società già “scartata” da investitori privati, che per di più potrebbero aver avuto la possibilità di valutarne gli *economics* dell’impresa magari con maggiore accuratezza grazie a potenziali e più approfondite *due diligence*. Nel contempo, in fase di mercati di Borsa depressi, come quelli verificatisi negli ultimi anni, la valutazione teorica ai fini dell’IPO espressa nel *range* basso della forchetta dei prezzi, potrebbe influenzare negativamente anche potenziali “*private buyers*”. Infine, la duplicazione dei costi (consulenti e commissioni) è un ulteriore aspetto da monitorare e gestire efficacemente per non rendere antieconomica la strategia del *dual track*. Le differenze tra i due processi, infatti, sono tali da richiedere gestioni sostanzialmente separate; tuttavia, alcuni risparmi possono essere realizzati, se accuratamente pianificati, ad esempio nelle aree delle *due diligence* e nella redazione di alcune parti comuni dell’*information memorandum* e dei prospetti informativi.

Si sono puntualizzate alcune considerazioni circa la relazione tra ingresso di fondi di *Private Equity* e successiva quotazione dell’impresa in portafoglio; questa prospettiva interessa principalmente il punto di vista dell’investitore istituzionale.

Per quanto riguarda invece la valutazione relativa alla scelta dell’impresa tra quotazione o ingresso di un partner di *Private Equity* si può evidenziare quanto segue.

Le opportunità di investimento presentate ai fondi sono valutate con criteri estremamente selettivi. Alcuni dati empirici indicano una percentuale di investimento finale intorno al 3% dei dossier presentati. Il 60% sono scartati subito e solo il 15% viene seriamente approfondito dagli operatori. Considerata la notevole offerta di opportunità di

investimento il processo è estremamente selettivo; la scelta tra quotazione e *Private Equity* può risultare obbligata qualora l'impresa non trovi fondi interessati all'operazione o abbia avuto contatti con fondi non ottenendo la valorizzazione desiderata. In altre circostanze la quotazione è la conseguenza della difficoltà di impostare il rapporto con un fondo per svariate ragioni: patti parasociali difficili da modificare, presenza di *earn out* (vincoli per il verificarsi di determinate condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali future), diversa percezione nell'orizzonte temporale dell'investimento, flessibilità dell'operazione.

La quotazione o l'ingresso dell'investitore istituzionale configurano diversi impatti di natura finanziaria e manageriale. La PMI di origine familiare necessita di professionalità elevate; l'investitore di *Private Equity* inserisce spesso in azienda *management* di propria fiducia con elevato *track record* o vincola il funzionamento dell'azienda stessa con un sistema di *governance* e controllo.

Nel caso della quotazione ci può essere un riflesso organizzativo in termini di professionalità richieste a priori. Ad esempio, un aspetto delicato di un'operazione di finanza straordinaria è il ruolo dell'imprenditore in termini di partecipazione al capitale di rischio e in termini di gestione; è essenziale quindi la condivisione e comprensione anticipata del percorso. In definitiva, la scelta tra crescita tramite *Private Equity* e accesso diretto, ad esempio al mercato AIM Italia, è condizionata da una serie di fattori tra i quali:

- mantenimento o perdita del controllo della gestione da parte dell'imprenditore;
- flessibilità dell'azionariato e difficoltà di collocare una minoranza, un livello del flottante, i tempi di esecuzione dell'intervento;
- orizzonte temporale: si deve considerare che gli investitori istituzionali hanno finalità finanziarie ed industriali, ma in una logica di breve/medio periodo (impatto dell'"*holding period*" o tempo di tenuta della partecipazione nel portafoglio);
- comparazione dei costi diretti e indiretti e livello dei cambiamenti organizzativi;
- apporto di professionalità e *network* del Nomad e del *Private Equity* per successive acquisizioni, integrazioni, accesso facilitato ai capitali di debito, internazionalizzazione, sostegno ai processi di crescita;
- caratteristiche ed efficienza del mercato AIM Italia, visibilità e prestigio e *standing* del *Private Equity*.

Anche in questo caso e come già osservato, nella pratica l'impresa può considerare parallelamente il "*dual track*", come modalità che consente di

cogliere talune opportunità, ma sconta il rischio di una possibile lievitazione dei costi.

2. AIM ITALIA PER PATRIMONIALIZZARE E RENDERE COMPETITIVE LE PMI

2.1. AIM Italia MTA e MAC: un breve confronto

In relazione all'esperienza ed al successo dell'AIM di Londra (nato nel 1995 e che conta a dicembre 2010 1.194⁽²¹⁾ emittenti), adattando la relativa normativa al mercato delle imprese italiane, Borsa Italiana ha costituito AIM Italia, con l'obiettivo di offrire alle PMI una nuova opportunità di reperimento di capitali a sostegno del proprio sviluppo in un mercato di investitori specializzati (investitori istituzionali, investitori privati, fondi, *Private Equity*).

AIM Italia, che è una delle prime operazioni di integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange, è un sistema multilaterale di negoziazione MTF (*Multilateral Trading Facility*) ai sensi della Direttiva Mifid, gestito ed organizzato da Borsa Italiana. AIM Italia è un mercato caratterizzato da requisiti minimi di ammissione e da un procedimento snello (se confrontato con il mercato regolamentato) che rappresentano per tutte le realtà economiche interessate ai mercati finanziari un'occasione facilitata di incontro con gli investitori specializzati (nazionali ed internazionali).

Il mercato è disciplinato da tre regolamenti disponibili sul sito internet di Borsa italiana:

1. Regolamento Emittenti;
2. Regolamento Nomad (*Nominated Adviser*);
3. Regolamento degli Operatori;

e da due manuali:

- a) Manuale delle Negoziazioni e
- b) Manuale delle Violazioni e Impugnazioni

⁽²¹⁾ Fonte sito internet AIM LSE, dicembre 2010.

entrati in vigore il 1 dicembre 2008 e successivamente modificati. Le disposizioni di attuazione AIM Italia per le società di investimento sono state emanate invece nel giugno 2009.

Il mercato AIM Italia è rivolto a investitori istituzionali e professionali⁽²²⁾ sul mercato primario mentre il retail accede sul mercato secondario⁽²³⁾. Gli investitori retail possono acquisire i titoli delle aziende quotande in fase di collocamento, solo se l'emittente pubblica il prospetto informativo, dopo averlo sottoposto al vaglio di Consob.

La quotazione sul mercato AIM Italia è caratterizzato da un semplice processo di quotazione, che richiede:

- il documento di ammissione (che sostituisce il Prospetto informativo in caso di assenza di offerta al pubblico);
- ed il “Nomad”.

Il processo di quotazione su AIM Italia è più snello, sia a livello procedurale, che a livello di tempistica, rispetto a quanto richiesto per il Mercato Telematico Azionario (MTA). Nel prospetto che segue sono riepilogati i requisiti di ammissione di AIM Italia ed MTA:

AIM Italia e MTA a confronto	
AIM Italia	MTA
Requisiti di ammissione	
<ul style="list-style-type: none"> • Non è prevista una capitalizzazione minima • 10% flottante minimo tramite collocamento 	<ul style="list-style-type: none"> • € 40mln capitalizzazione minima • 25% flottante minimo (35% su STAR)
<ul style="list-style-type: none"> • NOMAD assiste la società anche dopo l'ammissione a quotazione 	<ul style="list-style-type: none"> • 3 anni esistenza società • principi di corporate governance ispirati disciplinati dal Codice di Autodisciplina (obbligatori per STAR) • SPONSOR assiste la società solo per l'ammissione a quotazione

⁽²²⁾ Per investitori istituzionali s'intendono i fondi di *private equity*, le banche, le SIM, i fondi comuni d'investimento, le assicurazioni, le società iscritte a uno degli elenchi di cui agli art. 106, 107 oppure 113 T.U.B, i fondi pensione e le le fondazioni Bancarie.

Per investitori professionali s'intendono i soggetti di cui all'allegato II sezione I e II della direttiva 2004/39/CE (MiFid).

⁽²³⁾ Il collocamento iniziale, infatti, è generalmente riservato ad investitori professionali oppure è rivolto ad un numero d'investitori - esclusi quelli professionali - inferiore a 100 e pertanto è esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo ai sensi del TUF e del Regolamento Emittenti.

AIM Italia e MTA a confronto	
AIM Italia	MTA
Documenti per l'ammissione	
<ul style="list-style-type: none"> • Documento di ammissione • 3 bilanci certificati, di cui 2 IFRS (ove esistenti) 	<ul style="list-style-type: none"> • Prospetto informativo • QMAT, piano industriale, memorandum sul sistema di controllo di gestione – SCG, documento di valutazione • 3 bilanci certificati, di cui 2 IFRS
Processo di ammissione	
<ul style="list-style-type: none"> • Procedura di ammissione gestita da Borsa Italiana in 10gg • Approvazione del Prospetto Informativo da parte di Consob solo in presenza di offerta al pubblico 	<ul style="list-style-type: none"> • Procedura di ammissione gestita da Borsa Italiana in 60gg dalla completezza della domanda • Approvazione del Prospetto Informativo da parte di Consob
Adempimenti post quotazione	
<ul style="list-style-type: none"> • Bilancio, relazione semestrale • Obblighi di informativa al mercato • Specialista per il sostegno della liquidità del titolo 	<ul style="list-style-type: none"> • Bilancio, relazione semestrale, resoconti trimestrali • Obblighi di informativa al mercato • Specialista obbligatorio per il solo segmento STAR

Fonte: rielaborazione da “guida alla quotazione su AIM Italia”, Borsa Italiana, pag. 6

Il regolamento di AIM Italia offre ai propri Emittenti anche l'opportunità di valutare un eventuale passaggio semplificato ad altri mercati gestiti da Borsa Italiana, previa permanenza minima sul mercato AIM Italia di 18 mesi. I mercati attualmente presenti con caratteristiche sostanzialmente simili e promossi dal LSE (London Stock Exchange) di Londra sono:

- a) il mercato AIM di Londra costituito il 16 giugno 1995 e che ha fatto registrare la prima contrattazione il 19 giugno 1995;
- b) l'AIM Italia che è stato costituito nel dicembre 2008 ed ha iniziato l'attività l'8 maggio 2009;
- c) il Tokio AIM, joint venture tra Tokyo Stock Exchange e London Stock Exchange e che ha l'obiettivo di supportare, mediante nuove risorse finanziarie, lo sviluppo delle aziende giapponesi ed asiatiche con un nuovo mercato ad esse dedicato. L'attività è iniziata il 1 giugno 2009, anche se a al 3 dicembre 2010 non risulta quotato alcun emittente.

Passando brevemente ad analizzare le caratteristiche del Mercato Alternativo del Capitale – MAC è importante sottolineare che esso era nato nel 2007 con l'obiettivo di offrire alle imprese, e soprattutto alle PMI,

un nuovo mercato del capitale di rischio riservato solo agli investitori istituzionali e professionali.

Il 9 settembre 2010, grazie ad all'esercizio di un'opzione di acquisto, Borsa Italiana ha rilevato da 22 azionisti (gruppi bancari italiani ed alcune associazioni di categoria) il 96,4% di Pro-Mac SpA (da aggiungersi al 4,6% che già deteneva), con l'obiettivo di integrare l'offerta di mercati dedicati alle PMI.

Borsa Italiana ha costituito un Advisory Board composto dalle principali associazioni di categoria e dagli operatori di mercato che avrà il compito di suggerire a Borsa Italiana le strategie di sviluppo dei mercati dedicati alle PMI. Al momento della presente pubblicazione è prematuro sapere se si andrà verso la creazione di un unico mercato, se verranno mantenuti i 2 mercati separati e quali saranno le modifiche sui rispettivi regolamenti.

In sintesi MAC è dedicato ai soli investitori istituzionali e professionali e presenta requisiti di accesso e permanenza minimi; AIM Italia è dedicato sia agli investitori istituzionali e professionali che *retail* (quest'ultimo di norma ha accesso solo nel mercato secondario) e i requisiti di accesso e permanenza sono più complessi rispetto a quelli del MAC, in quanto disegnato per attrarre una popolazione di investitori più ampia sia a livello locale che internazionale.

I principali requisiti per essere ammessi alla quotazione sul MAC sono:

- essere una spa o una società cooperativa;
- avere l'ultimo bilancio certificato da una società di revisione iscritta nell'albo Consob;
- garantire la libera trasferibilità dei titoli;
- essere assistiti da uno Sponsor.

La prima attività da compiere per la quotazione sul MAC consiste nel contatto tra azienda e sponsor (banca che generalmente opera sul territorio di riferimento dell'impresa).

Lo sponsor contatta lo specialista che organizza il collocamento del capitale.

Lo specialista valuta l'operazione, effettua una stima del prezzo di collocamento e procede a contattare gli investitori (non appartenenti al settore retail) che potenzialmente potrebbero essere interessati ad investire nell'azienda.

L'impresa procede con la richiesta di ammissione al MAC; Borsa Italiana verifica la completezza della documentazione presentata e ammette l'impresa alla negoziazione. Una volta quotata l'impresa ha l'obbligo di effettuare comunicazioni periodiche (relative alle assemblee

dei soci) e in occasione di eventi rilevanti (dismissione/nomina di organi sociali, acquisizione/cessione di asset significativi, operazioni straordinarie, emissione di obbligazioni, acquisto di azioni proprie, ecc.).

Appare evidente che, sebbene il MAC assicuri i tipici vantaggi del collocamento istituzionale (base stabile di investitori e ottica di medio lungo periodo), esso ne presenta anche gli svantaggi (investitori locali, limitata liquidità del titolo).

Anche se non obbligatorio, è importante segnalare che allo sponsor può essere affiancato, se necessario, un *advisor* che può, in particolare: presentare l'impresa interessata allo sponsor, collaborare con quest'ultimo ed assistere l'impresa durante le fasi di ammissione e collocamento dei titoli. Il ruolo dell'*advisor* può essere particolarmente adatto alla figura del dottore commercialista (o di altri consulenti).

Le principali differenze tra l'AIM Italia ed il MAC sono riportate nella seguente tabella:

	AIM Italia	MAC
Investitori	Investitori istituzionali e retail	Investitori istituzionali
Requisiti	Se società già esistente, 3 bilanci certificati	Bilancio di almeno 1 esercizio annuale antecedente alla richiesta ammissione
Principi contabili	IFRS o US GAAP (US Generally Accepted Accounting Principles)	Principi contabili italiani (codice civile, OIC)
Negoziazione	Giornaliera continua	Asta giornaliera
Lotto minimo	Non è previsto	Numero di azioni per un controvalore di € 15.000
Altro	<p><i>Nomad</i>: in fase di ammissione e continuativa per tutta la permanenza in AIM Italia; sono</p> <ul style="list-style-type: none"> • società di capitali (con consiglio di amministrazione, collegio sindacale e bilancio revisionato), che abbia esercitato attività di corporate finance (pari almeno a 2 anni). • Banca o un Intermediario, oltre ai requisiti richiesti per le società di capitali, sottoposto alla Vigilanza regolamentare informativa/ispettiva delle Autorità competenti 	<p><i>Sponsor</i>: in fase di ammissione sono:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Banca • SIM italiana

Al 17 gennaio 2011 gli emittenti sul MAC, di cui in allegato si riporta una sintetica scheda tecnica, sono 8 ed in particolare:

1. Tessitura Pontelambro S.p.A.

Inizio negoziazioni 17 settembre 2007; costituita nel 1981 è attiva nella produzione di tessuti in lino e cotone, destinati all'abbigliamento di fascia alta (camiceria e prêt-à-porter).

Nel 1985-1986, ha lanciato sul mercato, con successo, la prima linea di tessuti scuri per camiceria maschile.

Nel corso degli anni '90, dopo aver lavorato allo studio ed all'innovazione del tessuto, ha presentato un tessuto elasticizzato in cotone "stretch", la cui produzione rappresenta oggi ca. il 30% del fatturato. La produzione è destinata ai principali stilisti.

2. Raffaele Caruso S.p.A.

Inizio negoziazioni 12 ottobre 2007; fondata nel 1964 è attiva nell'attività sartoriale e di confezionamento di abiti maschili, inizialmente a livello artigianale e per un numero limitato di clienti, poi espandendosi sui mercati internazionali ed anche con la diffusione di prodotti a proprio marchio.

3. Area Impianti S.p.A.

Inizio negoziazioni 14 dicembre 2007; costituita nel 1990 è attiva nel settore della progettazione e realizzazione di impianti "chiavi in mano" nel settore dell'Ecologia Industriale, nella depurazione di fumi di inceneritori e di impianti industriali, nel processo di incenerimento di rifiuti urbani, per poi aprire all'attività di produzione di energia elettrica e termica da fonti rinnovabili (impianti cogenerativi da biomasse e/o da rifiuti sia di combustione sia di gassificazione).

4. S.E.I. Servizi Energetici Integrati S.p.A.

Inizio negoziazioni 4 aprile 2008; costituita nel 1999 è attiva nella produzione e distribuzione di energia.

Gestisce le centrali di cogenerazione e il servizio di teleriscaldamento ed ha in essere progetti di produzione di energia mediante centrale a biomassa alimentata da scarti della lavorazione agroalimentare e centrale alimentata da oli combustibili.

5. C.S.M. Centro Servizi Metalli S.p.A.

Inizio negoziazioni il 2 gennaio 2009; azienda specializzata nel taglio al plasma e meccanico dell'acciaio inox, con apertura di stabilimenti produttivi in Polonia e in Francia e società commerciale in Germania.

6. Gruppo Effegi S.p.A.

Inizio negoziazioni 25 novembre 2009; holding di un gruppo attivo nei settori del credito al consumo (prodotti e servizi finanziari quali prestiti

contro cessione del quinto dello stipendio, prestiti personali, fidejussioni e cauzioni, carte di credito revolving e mutui), assicurazioni, Information Technology ed utilities.

7. **Rossetti Marino S.p.A.**

Inizio negoziazioni 12 marzo 2010; costituita nel 1925, è la capogruppo di un primario gruppo attivo nel segmento di *Engeneering, Procurement and Construction* (EPC) per il settore petrolifero e del gas naturale.

8. **Editoriale Olimpia S.p.A.**

Inizio negoziazioni 3 agosto 2010; costituita nel 1977 è attiva come casa editrice di periodici e pubblicazioni sportive e tecniche nei seguenti campi: nautica, caccia, pesca, animali, armi, collezionismo, aviazione.

2.2. AIM Italia e le attività preliminari alla quotazione

L'azienda che decide di valutare la possibilità di intraprendere il processo di quotazione deve affrontare un percorso di riorganizzazione e ristrutturazione della propria attività per adeguarsi ai requisiti minimi richiesti da Borsa Italiana. Il livello degli investimenti necessari e la tempistica di realizzazione dipendono dalla situazione effettiva della società che intende quotarsi.

Ai fini operativi, questo percorso di riorganizzazione può essere intrapreso attraverso alcune fasi propedeutiche alla quotazione che possiamo così sinteticamente rilevare:

- *check-up* aziendale preliminare;
- processo di riorganizzazione e ristrutturazione;
- formalizzazione della scelta di intraprendere il processo di quotazione.

2.2.1. Il *Check-up* aziendale

Come già ricordato, la scelta di un'azienda di procedere ad un'operazione di quotazione, deve essere considerata come un momento di particolare importanza nel corso della vita della stessa. Tale decisione non può essere vista semplicemente come una mera scelta di un nuovo canale di finanziamento bensì, almeno in termini generali, come un processo che determinerà un notevole impatto sulla realtà aziendale di riferimento.

La società, pertanto, è chiamata a svolgere un'attenta analisi della

propria situazione (*check-up o autodiagnosi*) al fine di individuare gli interventi che si renderanno necessari per uniformarsi a quanto le verrà richiesto dal *Nomad*, affinché l'azienda possa essere riconosciuta appropriata per la quotazione.

Le caratteristiche che di norma devono possedere le società affinché siano ritenute interessanti, come abbiamo già avuto modo di evidenziare, per il mercato sono le seguenti:

- storia aziendale di successo;
- potenziale di alta crescita;
- appartenenza ad un settore attraente;
- eventualmente disporre di un profilo di business internazionale.

Tali requisiti dovranno essere comunicabili efficacemente all'esterno dell'organizzazione, ovvero dovranno essere conseguiti attraverso un'organizzazione interna ben delineata e strutturata.

L'autodiagnosi prenderà avvio dall'analisi del business e di mercato in cui opera l'azienda per poi concentrarsi sulle aree più critiche che ci si aspetta di trovare in una PMI ovvero quella contabile, organizzativa, e legale della società.

Per quanto riguarda la valutazione del *business* di riferimento, è opportuno che l'azienda verifichi la possibilità di disporre di attendibili informazioni sia storiche che prospettiche, in merito alle variabili più rilevanti della sua attività, in termini di tipologia di clienti, prodotti e servizi forniti e canali distributivi, che determinano le specificità della sua attività.

Ci si riferisce alla possibilità di rappresentare l'azienda in termini di SBU⁽²⁴⁾ (*strategic business unit*) in modo da permettere di comprendere nel modo più efficace quali siano stati i risultati raggiunti e gli obiettivi di crescita con le connesse strategie di perseguimento all'interno del settore di riferimento.

Va sottolineato che in un'ottica di mercato finanziario e quindi per converso di valutazione attribuibile all'impresa, ciò che viene apprezzata è la possibilità di comprendere le dinamiche di creazione di valore da parte dell'impresa, ovvero quali siano i suoi elementi distintivi rispetto ai suoi competitor. A tal riguardo è opportuno valutare per esempio la possibilità

⁽²⁴⁾ La SBU o unità strategica di business rappresenta l'unità di business in cui può essere scomposto il settore di riferimento di una società. All'interno di quest'area corrisponde un ambito competitivo differente, con minacce e opportunità diverse dalle altre attività del settore.

di tenere ben distinte le attività finanziarie dell'imprenditore rispetto a quelle dell'azienda e/o della SBU, oppure considerare l'ipotesi di scorporare le eventuali attività, ad esempio immobiliari, o "non core-business" presenti in azienda o ancora effettuare delle scissioni di SBU non particolarmente redditizie.

Nel caso in cui la società da quotare fosse parte di un gruppo societario, occorrerà inoltre identificare le realtà operative che dovranno comporre il perimetro di consolidamento. Occorre tenere in considerazione che il mercato finanziario valuta positivamente strutture di controllo semplici, lineari e coerenti con il modello di business impiegato. Per contro, la scelta di mantenere fuori dal collocamento azionario attività operative che rientrano nel *core business* del gruppo non vengono generalmente premiate.

Per poter soddisfare nel modo migliore tutta la serie di informazioni che la comunità finanziaria richiede per ottenere una positiva quotazione, un elemento particolarmente critico che necessiterà di adeguata autodiagnosi è certamente costituito dal "sistema di controllo di gestione" della società (SCG). In particolare il SCG definito come "il sistema strutturato ed integrato di informazioni e processi utilizzato dal management a supporto dell'attività di pianificazione e controllo", deve essere coerente con il fabbisogno informativo della direzione aziendale. Con ciò ci si riferisce ai requisiti di "tempestività" e di "attendibilità" delle performance aziendali in riferimento alle variabili oggetto di monitoraggio e ai principali indicatori economico-finanziari individuati all'interno delle SBU. Con riferimento alla tempestività e/o frequenza delle informazioni si ritiene che debbano essere almeno trimestrali mentre, per quanto riguarda la caratteristica dell'attendibilità, un discorso particolare all'interno delle PMI merita la considerazione dell'analisi delle cosiddette "contabilità parallele". È evidente che se la società avrà nel passato effettuato significative operazioni non rilevate correttamente da un punto di vista contabile, queste avranno ripercussioni sull'analisi dei risultati storici della società e ovviamente non potranno essere assolutamente mantenute nel momento in cui si procederà alla quotazione. Ciò avrà delle inevitabili conseguenze anche in termini di controllo di gestione. Questo può presentare un aspetto particolarmente critico ai fini di un'autodiagnosi per una quotazione di una PMI.

Altra particolarità tipica delle PMI è quella di utilizzare sistemi poco integrati, con forte presenza di considerevoli elaborazioni manuali. Tale aspetto andrà attentamente valutato al fine di non pregiudicare la coerenza complessiva delle fonti utilizzate e la confrontabilità nel tempo delle

informazioni.

Si può ragionevolmente ritenere che, con riguardo al sistema di pianificazione, il SCG debba quindi garantire i seguenti elementi per un potenziale emittente:

- un “sistema di pianificazione strategica” che permetta l’elaborazione di un piano industriale coerente con la strategia aziendale, affidabile in termini di risultati attesi e sostenibile in riferimento alle risorse impiegate per conseguire gli obiettivi pianificati;
- un “sistema di *budget*” che rappresenti il processo mediante al quale si cerchi di allocare nel modo più coerente le risorse disponibili e in fase consuntiva, si verifichi l’andamento della gestione e il raggiungimento o meno degli obiettivi prefissati;
- un “sistema di *reporting*” che consenta il monitoraggio degli indicatori maggiormente rilevanti per la conduzione del *business* che preveda quantomeno la comparazione del dato consuntivo con quello di budget e con quello storico corrispondente.

Un’ulteriore aspetto che riguarda la dimensione “contabile” che dovrà necessariamente essere opportunamente considerata, attiene al fatto che la società, per poter essere ammessa alla quotazione, dovrà necessariamente possedere gli ultimi 2 bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali (IAS-IFRS) oppure (US GAAP) e sottoposti a revisione da una società iscritta all’albo Consob. Il rispetto di tale previsione normativa, introducendo significative differenze rispetto ai principi contabili nazionali può produrre un rilevante impatto sui sistemi contabili, amministrativi e informativi della società.

Per quanto riguarda la dimensione “organizzativa”, la società, potrebbe trovarsi nella condizione di dover modificare e/o implementare adeguati sistemi di *governance*. Infatti, nelle PMI è abbastanza frequente che ci siano sovrapposizioni di ruoli tra imprenditore, amministratore e socio. A tal fine dovrà essere attentamente valutata l’ipotesi di introdurre un’adeguata definizione dei poteri dell’organo amministrativo. Ci si riferisce alla possibilità di introdurre consiglieri indipendenti e/o appositi comitati interni di controllo che permettano di garantire una chiara individuazione delle sfere di potere e di responsabilità del *management* in un’ottica di maggior trasparenza delle scelte aziendali sia all’interno ma soprattutto all’esterno. La presenza per esempio in consiglio di amministrazione di amministratori indipendenti di provata competenza, oltre ad essere particolarmente apprezzata dagli investitori, può rappresentare un’adeguata mossa per garantire la tutela degli interessi di tutti gli azionisti, sia di maggioranza che di minoranza, soprattutto negli ambiti decisionali

in cui possono manifestarsi potenziali conflitti d'interesse. Da ciò ne consegue che, anche l'adozione di opportune procedure circa l'adeguato rispetto delle normative, attraverso l'introduzione di figure sistematicamente incaricate di curare la *compliance* aziendale, debba essere tenuto in debita considerazione.

Le medesime considerazioni svolte sulla *governance* aziendale, possono valere anche sulla struttura organizzativa della PMI. Il ruolo dell'imprenditore nell'operatività aziendale dovrà essere certamente valorizzato ma, è oltremodo importante, dotare l'impresa di figure idonee a supportare le principali funzioni aziendali, in modo da riuscire a "spersonalizzare" la gestione d'impresa. Si dovrà in tal modo valutare l'ipotesi di dotarsi di procedure che garantiscano la separazione delle funzioni ("*segregation of duties*") svolte in azienda, evitando che ci sia un'eccessiva concentrazione di attività nelle mani di una sola persona. Risulta chiaro che la riuscita di ciò è in gran parte legata ad aspetti di natura culturale e psicologica relativa al grado di "apertura" che l'imprenditore sarà disposto ad attuare.

L'autodiagnosi in merito alla dimensione "legale" potrebbe invece riguardare la necessità di modificare lo statuto sociale affinché, ad esempio, siano eliminati eventuali limiti alla libera circolazione delle azioni (il riferimento è alla presenza di eventuali clausole di gradimento e/o diritti di prelazione) e privilegi sulle condizioni di remunerazione dei titoli.

Per concludere possiamo affermare che risulta difficile stabilire a priori l'impiego di tempo e risorse necessarie per portare a termine un adeguato processo di *check-up* aziendale ai fini della valutazione di un processo di quotazione di una società, in quanto i fattori discriminanti sono diversi. Si può ragionevolmente ritenere che la complessità, l'articolazione geografica del business gestito, la qualità dei sistemi manageriali, di *governance* e di controllo in essere, la configurazione della struttura del gruppo della società emittente e la composizione della squadra manageriale siano comunque le determinanti principali per comprendere se la società potrà seguire e in quali tempi, un processo di quotazione con successo oppure vi dovrà rinunciare.

2.2.2. Il processo di riorganizzazione - ristrutturazione

Al fine di agevolare tutte le attività richieste dal processo di quotazione e di massimizzare i benefici della quotazione stessa, il processo di riorganizzazione può a sua volta essere suddiviso nelle fasi riportate nel seguito del paragrafo.

Definizione dei piani di sviluppo e relativi fabbisogni finanziari

Il *management* deve provvedere alla redazione del piano industriale da cui risultino le prospettive dell'attività dell'azienda e dei progetti aziendali che si vogliono finanziare attraverso la quotazione.

Il piano industriale dovrà quindi illustrare, principalmente, le seguenti informazioni:

- le strategie aziendali di creazione del valore;
- il *core business* suddiviso per attività, corredato dalle informazioni sui principali clienti e fornitori, i relativi mercati e i principali canali distributivi,
 - la quota di mercato della società, il suo posizionamento competitivo e l'analisi della concorrenza. Verrà quindi predisposta un'analisi della domanda del mercato, evidenziando la sua evoluzione e un'analisi dei principali attori, sottolineando i loro vantaggi competitivi e le differenze rispetto alla società;
 - l'analisi SWOT della società (punti di forza, di debolezza, opportunità e minacce);
 - l'analisi dei principali contratti con i clienti e i fornitori con particolare attenzione alla:
 - durata dei contratti, la possibilità di rinnovarli, le condizioni, particolari vincoli ed esclusività;
 - particolari accordi quali la possibilità di ribaltare sul cliente finale gli aumenti dei prezzi delle materie prime oppure premi di fine anno sul fatturato;
 - relazioni commerciali e/o finanziarie con il gruppo di appartenenza.
 - Se l'azienda quotanda è in fase di *start-up*, devono essere individuati e commentati i vantaggi competitivi che supportino la crescita nel breve periodo (ad esempio brevetti industriali, proprietà intellettuali, accordi commerciali); ed in particolare deve essere evidenziato quando sarà iniziata l'attività;
 - l'analisi quantitativa e la traduzione in dati finanziari dei concetti qualitativi sopra esposti. Tali dati devono trovare riscontro nei dati qualitativi del *business plan*, ed essere tra loro coerenti, affidabili, attendibili, rilevanti.

A titolo di esempio, a fronte di ogni strategia evidenziata corrispondono azioni con effetti sui conti aziendali e sulle relative analisi economiche e finanziarie come esemplificato dalla seguente tabella:

Le strategie e le azioni per creare valore		
Strategie	Azioni	Impatto
Crescita	<ul style="list-style-type: none"> – acquisizione nuovi clienti – allargamento gamma prodotti – nuovi canali distributivi – nuove aree geografiche 	↑ ricavi + ROCE
Riduzione costi	<ul style="list-style-type: none"> – economie di scala – saturazione capacità produttiva – riduzione costi di struttura 	↑ margine + ROCE
Gestione capitale investito	<ul style="list-style-type: none"> – outsourcing – politiche creditori/fornitori – tecnologia adottate – logistica 	↑ $\frac{\text{Ricavi}}{\text{Capitale investito}}$ + ROCE
Ottimizzazione WACC	<ul style="list-style-type: none"> – aumento leverage – buy-back – pay-out 	↓ WACC

Fonte: “Guida alla quotazione su AIM Italia”, Borsa Italiana, pag. 18

Ottimizzazione dell’attività operativa e della struttura del gruppo

La società dovrà provvedere innanzitutto a separare le attività che resteranno proprie dell’imprenditore (esempio classico l’attività immobiliare) da quelle che faranno parte del *core business* dell’azienda quotanda. In questa attività di “pulizia” dovranno essere identificate tutte le procedure e consuetudini tipiche di una società di tipo familiare e canalizzate in procedure formalizzate.

Dovranno quindi essere effettuate ulteriori analisi fondamentali quali la eventuale separazione dell’attività produttiva da quella commerciale, l’analisi delle diverse attività (separando quelle *core* da quelle da dismettere), l’eventuale verticalizzazione dell’attività produttiva, eventuali scelte di “*make or buy*”; analisi di convenienza dei diversi mercati, ecc.

Rivisitazione organi collegiali

La società dovrà valutare l’attuale composizione del Consiglio di Amministrazione e pianificare l’ingresso di amministratori anche al di fuori dell’ambito familiare.

In questa fase dovrà anche essere valutata la possibilità di nominare comitati interni prevedendo l’ingresso di professionisti indipendenti.

Particolare attenzione dovrà essere posta alla nomina del Collegio Sindacale prevedendo l'ingresso di professionisti indipendenti dall'assetto societario.

Riorganizzazione della funzione amministrazione e finanza

La funzione amministrazione e finanza subisce, dal punto di vista organizzativo, i maggiori cambiamenti passando da una struttura fondata dal responsabile amministrativo/capo contabile, eventualmente supportato dal fiscalista esterno, ad una struttura fondata su un potenziale CFO in grado di coordinare e gestire una serie di attività quali quelle di *reporting* (interno ed esterno – bilancio, situazione infrannuale, bilancio sociale ed ambientale, ecc.), tesoreria, controllo di gestione oltre, naturalmente, alle attività amministrative tradizionali della PMI dirette essenzialmente ai soli adempimenti civilistici e fiscali.

La struttura dovrà inoltre essere pronta a gestire le problematiche relative all'adozione dei principi contabili internazionali IFRS. A tale proposito va considerato che la società quotanda deve sottoporre a revisione gli ultimi tre bilanci, di cui gli ultimi due applicando i principi contabili internazionali. Se la società è stata costituita da meno di tre anni, tutti gli esercizi devono essere certificati applicando i principi contabili internazionali.

Focalizzazione sui dati finanziari prospettici

Uno dei passaggi culturali più rilevanti che la società che si intende quotare deve effettuare è quello di abbandonare l'ottica bilancistica basata su dati economico-patrimoniali di tipo consuntivo per approcciare dati aziendali consuntivi e prospettici in un'ottica finanziaria.

Tale approccio è anche agevolato dall'adozione dei principi contabili internazionali, che privilegiano tale impostazione, e può essere esemplificato dalla riclassificazione dei dati di bilancio prevista nella guida di Borsa Italiana.

Ad integrazione degli schemi di bilancio sopracitati, la società quotanda dovrà comunque attrezzarsi per predisporre una serie di analisi di tipo finanziario, quali ad esempio:

- analisi della situazione finanziaria attuale e prospettica a breve (12 mesi) e a medio lungo termine;
- predisposizione periodica del prospetto di *cash flow* e dinamica del capitale circolante netto (analisi dell'*ageing* crediti, analisi delle scadenze dei

debiti, analisi della rotazione del magazzino, esistenza di affidamenti bancari non ancora utilizzati);

- analisi delle fonti disponibili a supportare lo sviluppo, possibilità di accedere a nuove linee di credito;
- analisi dell’equilibrio finanziario al verificarsi di determinate ipotesi;
- rispetto dei *covenants* sulla concessione di linee di finanziamento;
- utilizzo dei contratti derivati a copertura dei rischi di cambio, tasso di interesse e *commodities*;
- analisi degli investimenti (redditività, punto di break even, liquidità assorbita e generata).

Tutte queste analisi, che rappresentano comunque delle attività da adottare in qualunque tipo di impresa, sono fondamentali per i terzi investitori per valutare le potenzialità dell’azienda quotanda di generare valore per l’investitore nel breve e medio periodo.

La riclassificazione dei dati di bilancio	
Conto economico riclassificato	Stato patrimoniale riclassificato
Ricavi	+ immobilizzazioni nette
– costo del venduto	+ capitale circolante netto
Gross margin	+ rimanenze
EBITDA	+ crediti commerciali
– ammortamenti/svalutazioni	– debiti commerciali
EBIT	+/- altri crediti/debiti correnti
+/- proventi/oneri finanziari	– fondi
+/- proventi/oneri non ricorrenti	Capitale Investito Netto
EBT	Patrimonio netto
– imposte	+ debito vs banche/altri finanziatori
Risultato netto	– disponibilità liquide
	Posizione Finanziaria Netta

Fonte: “Guida alla quotazione su AIM Italia”, Borsa Italiana, pag. 22

2.2.3. Formalizzazione della scelta di quotazione

Nel corso della realizzazione del processo di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, propedeutica alla quotazione, la società quotanda dovrà gestire alcuni adempimenti formali, quali:

- il processo deliberativo, e costitutivo in alcuni casi, degli organi collegiali (CdA, comitati, Organismo di Vigilanza ai sensi D.Lgs. 231/2001) e dell’assemblea ordinaria e/o straordinaria relativamente alle operazioni societarie straordinarie stabilite (es. fusioni, cessioni, scissioni, modifica ragione sociale);

- l'approvazione delle eventuali modifiche alla *corporate governance*;
- l'approvazione del piano industriale e del relativo fabbisogno finanziario;
 - la definizione del processo di quotazione e la relativa tempistica degli adempimenti richiesti;
 - l'individuazione ed assunzione di un *team* operativo che si potrà occupare del processo di quotazione;
 - la gestione del contatto con Borsa Italiana
 - e la nomina del *Nomad*.

2.3. AIM Italia e le attività di quotazione

Quando la società che intende quotarsi ha perfezionato il processo preliminare interno ed ha aperto le relazioni con Borsa Italiana e con il Nomad, le attività di pre-quotazione e di quotazione vera e propria, che si perfezionano sotto la direzione del Nomad, possono così riassumersi sinteticamente:

- attività di *due diligence*;
- attività nella predisposizione del “Documento di Ammissione”;
- presentazione agli analisti;
- attività di *marketing*, (*placement agreements*, *roadshow*, incontri *one-to-one*, *bookbuilding*, *pricing*).

Tali attività hanno la finalità di permettere l'ammissione della società al mercato AIM Italia secondo le seguenti scadenze:

- presentazione della comunicazione di pre-ammissione 10 giorni prima del giorno previsto di ammissione;
- invio del documento di ammissione (3 giorni prima dell'ammissione);
- definizione prezzo e chiusura collocamento;
- ammissione e pubblicazione del “Documento di Ammissione”.

2.3.1. Le diverse forme di *due diligence*

Il regolamento Nomad al paragrafo AR3 della scheda 3 riporta che “ il Nomad deve sovrintendere ai controlli e alle verifiche (il cosiddetto “processo di *due diligence*”) necessari all'ammissione convincendosi della loro appropriatezza, rispetto all'emittente e all'operazione, e che ogni elemento sostanziale sia adeguatamente gestito e sia tale da non influenzare altrimenti l'appropriatezza dell'emittente.

In tale attività il Nomad ha un'ampia discrezionalità sul livello di approfondimento di ciascuna *due diligence* e sulla scelta dei consulenti da coinvolgere nelle verifiche. Il regolamento Nomad di Borsa Italiana si limita a dare delle linee guida sulle diverse attività da intraprendere lasciando al Nomad il giudizio finale di appropriatezza sulle verifiche svolte facendo assumere al Nomad la completa responsabilità delle scelte effettuate.

Le attività di *due diligence* previste esplicitamente dal regolamento sono:

Due diligence finanziaria

Obiettivo della *due diligence* finanziaria è quello di ottenere tutte le informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie che verranno, nel corso del processo di quotazione, inserite nel documento di ammissione, nonché quello di analizzare la tematica dell'equilibrio finanziario.

Tali attività consistono innanzitutto nell'analisi del conto economico dell'ultimo triennio con particolare focalizzazione sull'andamento delle vendite (suddivise per linea di prodotto, per tipologia di cliente) e dei relativi margini. Un'altra attività da effettuare nell'ambito della *due diligence* finanziaria consiste nella "normalizzazione" dei dati economici ossia nella depurazione di tutto quello che ha generato componenti positivi e negativi di reddito in maniera anomala e/o straordinaria. La finalità di tale esercizio è quella di presentare degli indicatori di reddito (tipicamente EBIT e EBITDA) che siano tra loro omogenei e comparabili e che rappresentino una solida base per potere effettuare previsioni a riguardo della redditività futura.

Anche sul fronte dei costi aziendali è importante analizzare in tale sede la struttura dei costi variabili e dei costi fissi effettuando alcune simulazioni dello sviluppo dei costi sulla base di diverse ipotesi di crescita di fatturato o di crescita attraverso acquisizione di aziende esterne al gruppo.

Dal punto di vista patrimoniale viene data particolare rilevanza alla composizione del capitale circolante netto e alla analisi delle attività non correnti. In tale analisi attenzione particolare viene dedicata alla analisi dei crediti e debiti scaduti, alla composizione del debito (con dettagli sui contratti di finanziamento, sulle garanzie e su eventuali covenants) e a particolari voci di bilancio che non generano liquidità (non *cash items*).

La sezione dedicata all'analisi finanziaria dell'emittente assume particolare rilevanza nella *due diligence* in quanto la finalità principale di quest'ultima è di permettere al Nomad di attestare la permanenza di

condizioni di liquidità sufficiente a garantire la continuità dell'azienda per almeno i primi 12 mesi dal momento della quotazione.

Coerentemente con l'approccio "finanziario" caratteristico del mercato anglosassone, i regolamenti AIM Italia di Borsa Italiana danno ampio spazio alla gestione e creazione della liquidità e conseguentemente alla composizione e movimentazione del capitale circolante e, soprattutto, al mantenimento prospettico nell'anno di un adeguato capitale circolante per le esigenze operative della società nell'ottica di un'adeguatezza finanziaria.

Sulla base di tale presupposto il Nomad deve verificare la correttezza della comunicazione dell'emittente attestante che, a proprio giudizio, dopo aver svolto tutte le necessarie e approfondite indagini, il capitale circolante a disposizione dell'Emittente e del gruppo ad esso facente capo è sufficiente per le sue esigenze attuali (cioè per almeno dodici mesi a decorrere dalla data di ammissione).

In particolare, nel corso della *due diligence* del Nomad devono essere effettuate adeguate analisi sui cash flow generati, sugli assorbimenti di cassa del capitale circolante netto e sugli investimenti netti di mantenimento/sostituzione, sull'esistenza di adeguati affidamenti bancari non utilizzati, sull'esigibilità dei crediti commerciali scaduti, sulla scadenza dei debiti commerciali, sulla disponibilità di risorse finanziarie per far fronte agli investimenti di crescita e ai debiti finanziari in scadenza, sulla capacità di indebitamento dell'emittente, sulle condizioni e clausole dei contratti di finanziamento in essere e sui contratti derivati esistenti.

Due diligence fiscale

Obiettivo della *due diligence* fiscale è quello di fornire al Nomad tutte le informazioni necessarie di natura fiscale sull'emittente, con riferimento ai periodi di imposta fiscalmente aperti, al fine di evidenziare l'esistenza di criticità o qualsiasi aspetto negativo o eventuali passività fiscali potenziali.

I punti principali da analizzare sotto il profilo fiscale sono quindi i seguenti:

- potenziali passività fiscali relative a imposte dirette sul reddito, IVA ed altre imposte dirette e indirette e sostituti d'imposta connessi all'esercizio di impresa delle Società del Gruppo per l'ultimo esercizio definito e gli esercizi potenzialmente suscettibili di accertamento;
- perdite fiscali pregresse riportabili a nuovo e crediti di imposta;
- valutazione del contenzioso fiscale in essere;
- esenzioni/riduzioni/agevolazioni d'imposta di cui le stesse società fruiscono o abbiano fruito nei periodi di imposta aperti;

- valutazione delle tipologie dei rapporti e delle transazioni infragruppo e con parti correlate al fine di verificare ed evidenziare eventuali problemi di *transfer pricing* e applicazione della disciplina *controlled foreign company*.

Di norma alla fine della *due diligence* fiscale viene rilasciata al Nomad una *comfort letter* sul documento di ammissione per la parte di competenza fiscale.

Due diligence legale

Obiettivo della *due diligence* legale è quello di fornire al Nomad tutte le informazioni necessarie di natura legale sull'emittente, al fine di evidenziare l'esistenza di criticità o qualsiasi aspetto negativo. Il Nomad dovrà poi verificare che siano intraprese azioni appropriate per risolvere tali criticità o concludere che tali criticità non siano tali da inficiare l'appropriatezza dell'emittente.

Un ulteriore obiettivo della *due diligence* legale è quello di tutelare il Nomad e l'emittente contro il rischio derivante da informazioni false, contraddittorie o incomplete contenute nel documento di ammissione.

La *due diligence* consisterà quindi nella raccolta e nell'analisi della documentazione legale dell'emittente (documenti societari, contratti, ecc.), nella raccolta delle informazioni necessarie ai fini della redazione del documento di ammissione, nella verifica dell'esattezza, della chiarezza e completezza delle informazioni contenute nel documento di ammissione, nella verifica da un punto di vista strettamente legale dell'efficacia del sistema di corporate governance (sistema di gestione e controllo) dell'emittente.

Al termine della *due diligence* il soggetto incaricato rilascerà, anche in questo caso, al Nomad una *comfort letter* sul documento di ammissione e sulle dichiarazioni del Nomad a Borsa Italiana. Inoltre verrà rilasciata al Nomad una *comfort letter* sull'informativa ad amministratori in merito agli obblighi derivanti dalla quotazione.

Due diligence sul sistema di reporting

Obiettivo della *due diligence* sul sistema di *reporting* è verificare se il sistema di *reporting* e di controllo è affidabile (capacità del sistema di generare dati ed informazioni attendibili) ed adeguato (capacità del sistema di soddisfare i fabbisogni informativi del management) rispetto alle dimensioni e alle caratteristiche dell'emittente.

Inoltre, l'ente incaricato di tale *due diligence*, dovrà attestare al Nomad che sono state predisposte procedure che diano ragionevoli basi agli amministratori per formarsi un giudizio appropriato in relazione alla posizione finanziaria netta e alle prospettive dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo (dichiarazione degli amministratori sul sistema di *reporting*).

L'ampiezza della *due diligence* dipende naturalmente dalla natura e dalla complessità dell'azienda emittente e generalmente è atta a verificare l'adeguatezza degli strumenti tecnico-contabili di controllo (sistema di contabilità analitica, sistema di contabilità industriale), l'esistenza e l'adeguatezza di strumenti di *budgeting* e *forecasting* (procedure per la formalizzazione del *budget* e del *business plan*, integrazione del *budget* e delle procedure di *forecast*), la validità del sistema di *reporting* (formalizzazione, struttura, diffusione delle informazioni e soggetti utilizzatori, frequenza e tempestività del *reporting*, indicatori monitorati, procedure per la predisposizione del *reporting*, integrazione con i sistemi informativi e informatici dell'azienda) e infine, ma vero "cuore" dell'informativa aziendale, l'adeguatezza del sistema informatico (organizzazione della funzione IT, *hardware* e *software* utilizzato, grado di informatizzazione/automazione del sistema di *reporting*).

Il consulente incaricato della *due diligence* sul sistema di controllo potrebbe emettere un *memorandum* descrittivo del sistema di controllo di gestione con analisi delle aree di criticità e degli interventi di miglioramento, interventi al quale il Nomad dovrà provvedere con urgenza.

L'*output* finale dell'intero processo di verifica e miglioramento si sintetizza con una *comfort letter* al Nomad su affidabilità e adeguatezza del sistema.

Due diligence commerciale

Obiettivo della *due diligence* commerciale è valutare il settore di attività e il *business model* dell'emittente, le prospettive di sviluppo in relazione al posizionamento e alla *value proposition*.

In tale ottica verrà analizzato il mercato di riferimento, il posizionamento competitivo, la strategia commerciale, il *business model*, i processi produttivi, le vendite e il *marketing*, l'organizzazione logistica e la *supply chain*, la organizzazione di ricerca e sviluppo, ecc.

Se il Nomad si avvale di un consulente terzo, può essere richiesta una *comfort letter* anche su questi aspetti.

2.3.2. Il “Documento di Ammissione”

La società che intende quotarsi all’AIM Italia deve presentare 10 giorni prima della data prevista di quotazione la Comunicazione di Pre Ammissione che, seguendo quanto disposto dalla scheda “Uno” del regolamento emittenti, deve contenere i dati principali della società emittente.

Successivamente a tale scadenza, e non oltre i 3 giorni antecedenti la data prevista delle quotazione, la società quotanda deve inviare a Borsa Italiana il Documento di Ammissione, documento che include una serie di informazioni equivalenti a quelle contenute nel Prospetto Informativo che tutte le società che intendono quotarsi ai mercati regolamentati devono predisporre secondo le istruzioni previste dal Regolamento dell’Unione Europea 809/2004/CE.

Rispetto a quanto previsto da tale regolamento, il Documento di Ammissione all’AIM Italia risulta alleggerito di qualche informazione per il fatto che l’offerta delle azioni di nuova emissione non è rivolta al “retail” bensì esclusivamente agli investitori istituzionali. La mole delle informazioni contenute nel documento di ammissione risulta comunque di rilievo tanto che le società ad oggi quotate all’AIM Italia hanno predisposto un documento che mediamente conta 150-180 pagine.

Il regolamento emittenti del mercato AIM Italia di Borsa Italiana identifica con precisione le informazioni che obbligatoriamente devono essere contenute nel Documento di Ammissione⁽²⁵⁾.

2.3.3. Il Road Show

All’interno delle varie attività di *marketing* che devono essere svolte per promuovere il titolo presso i potenziali investitori dando poi luogo all’offerta vera e propria, si inserisce il *road show*.

Questa rappresenta la fase culminante del processo di quotazione che il *top management* della società tiene attraverso una serie di incontri che possono limitarsi alla piazza finanziaria locale (come per la maggior parte delle offerte avvenute su AIM Italia ad oggi) o coprire le principali piazze finanziarie internazionali (di solito per operazioni medio/grandi Londra, Parigi, Francoforte), dove vengono presentate le caratteristiche della società ai potenziali investitori istituzionali e agli analisti finanziari.

⁽²⁵⁾ Tutti i documenti sono scaricabili dal sito di Borsa Italiana.

Tale attività è generalmente coordinata e diretta dal *Global coordinator*, che potrebbe coincidere con il Nomad.

Nel corso di tale presentazione verranno illustrati, oltre alle più significative grandezze economico-finanziarie conseguite dalla società, anche i suoi progetti di crescita, le caratteristiche strutturali dell'offerta e gli attori partecipi all'operazione di quotazione.

In breve l'obiettivo di questa fase consiste nel:

- trasmettere le caratteristiche della società e del suo “*business model*” finalizzate a rendere attraente l'opportunità di investimento ai potenziali investitori;
- trasformare l'interesse generico nella società in un interesse specifico, che determini la possibilità di ottenere degli ordini di acquisto;
- definire una sorta di “curva della domanda delle azioni” per una stima più precisa del prezzo d'offerta delle azioni della società.

Accanto ad incontri con l'insieme degli investitori di una piazza finanziaria si possono prevedere incontri individuali, cosiddetti *one-to-one*, con singoli operatori di rilievo interessati ad un investimento stabile nella società. Nel corso degli incontri “individuali” si ha l'occasione per approfondire meglio la conoscenza della società, più spazio per soddisfare le eventuali richieste avanzate dall'interlocutore e in generale un contatto diretto e personale con il *management*.

Gli incontri vengono solitamente selezionati dal *Global Coordinator* sulla base della particolare propensione a investire in quel titolo. Ciò viene di norma determinato sulla base di un interesse particolare emerso durante la fase di *pre-marketing* da parte di qualche investitore istituzionale solitamente specializzato nell'investire nel settore in cui opera la società quotanda.

Le proposte di acquisto, definite in termini di quantità e prezzo offerto dei titoli, che dovessero essere formalizzate dagli investitori, vengono registrate e costantemente aggiornate grazie alla tenuta di un apposito registro, il cosiddetto *book*. Tale registro è solitamente gestito dal *Global Coordinator* che in tale attività viene definito il *book runner*. L'insieme degli ordini pervenuti determinano conseguentemente il prezzo finale dell'*IPO* o, ancora a monte, la possibilità che la quotazione non abbia seguito.

2.3.4. I costi di quotazione

Oltre ai costi di quotazione indiretti, i quali si identificano principalmente con gli obblighi dovuti allo status di società quotata, gli emittenti devono anche sostenere costi direttamente imputabili al

processo di quotazione quali le consulenze degli *advisor* nelle diverse attività di *due diligence*, le eventuali pratiche amministrative da espletare per adeguare la struttura societaria al nuovo status e la revisione dei bilanci.

Vanno inoltre considerate le commissioni derivanti dal collocamento dei titoli, calcolate in percentuale al capitale raccolto. Generalmente la percentuale richiesta varia in un *range* dal 3% al 6%.

I costi di quotazione dichiarati dalle società ad oggi quotate all'AIM Italia si aggirano mediamente intorno ai 500 mila euro ed il risparmio rispetto alla quotazione al listino ordinario è dovuto alla possibilità di avere un processo di quotazione in termini temporali molto più brevi e minor documentazione da produrre rispetto alla quotazione sui mercati regolamentati.

3. GLI ATTORI COINVOLTI NELLA QUOTAZIONE SU AIM ITALIA

In questa parte del lavoro tratteremo sinteticamente i principali compiti assegnati agli interlocutori coinvolti nel processo di quotazione su AIM Italia. Tra gli attori abbiamo tralasciato di trattare il dottore commercialista in quanto allo stesso abbiamo voluto dedicare un capitolo apposito (il successivo capitolo numero 4).

Nel processo di quotazione su AIM Italia sono previsti i seguenti attori:

1. Il *Nomad*;
2. Il *Broker* (o in gergo *Global Coordinator*);
3. Lo *Specialist*;
4. L'*advisor* finanziario;
5. La società di revisione;
6. La società di comunicazione ed il
7. dottore commercialista (la cui trattazione è rimandata al successivo capitolo).

3.1. Il *Nomad*

Il processo di quotazione al mercato AIM Italia ha nel *Nomad* il suo attore principale che ricopre una funzione di garante della quotazione e di punto di riferimento per Borsa Italiana, gli investitori e le stesse imprese emittenti.

I requisiti del *Nomad* nonché la sua attività e responsabilità sono definiti nel regolamento emesso da Borsa Italiana, redatto sulla base di un analogo documento presente su AIM Londra. Nel regolamento⁽²⁶⁾ di circa

⁽²⁶⁾ Trattasi del documento “AIM Italia regolamento Nominated Advisers” disponibile alla pagina <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/aimitalia/aimitalia.htm> del sito di Borsa Italiana.

venti pagine si elencano i criteri di ammissione per diventare Nomad, gli obblighi previsti e le verifiche e sanzioni a carico degli stessi. Una delle principali caratteristiche del mercato AIM Italia è quella di avere snellito la burocrazia del processo di quotazione e di avere diminuito la complessità delle procedure di accesso al mercato dei capitali. Il Nomad deve rispondere a requisiti molto stringenti per potere ottenere la relativa qualifica e l'iscrizione nell'apposito registro detenuto da Borsa Italiana. I requisiti richiesti, elencati nel paragrafo 2 della prima parte del regolamento sono i seguenti:

1. essere una società di capitali nota al mercato e con adeguata professionalità. Non possono essere Nomad quindi le persone fisiche o i singoli professionisti, ma possono esserlo le società di consulenza, purchè sottoforma di società di capitali. Viene sottolineato che tale organizzazione deve godere di una certa reputazione sul mercato e possedere adeguata professionalità;
2. avere una precedente esperienza, di almeno due anni, di attività di *corporate finance* dimostrando di avere effettuato nel passato un numero di operazioni rilevanti. Viene qui ribadita l'importanza di avere svolto attività di consulenza in materia di *corporate finance* non ritenendo sufficiente avere svolto attività di consulenza amministrativa e legale in ambito di IPO o operazioni similari. Per "operazione rilevante" Borsa Italiana intende quelle operazioni aventi ad oggetto azioni di emittenti quotati che abbiano richiesto la redazione di un prospetto informativo oppure operazioni di offerta pubblica d'acquisto o esperienze relative a IPO o operazioni similari;
3. avere il bilancio sottoposto a revisione legale da primaria società di revisione;
4. essere dotato di una struttura organizzativa adeguata per potere svolgere un'attività su base continuativa e da realizzarsi in gran parte presso l'emittente. Il fatto che il ruolo e le attività del Nomad non si esauriscono nel momento in cui la società ha raggiunto lo status di "quotata", in quanto vi sono molte attività che proseguono in via continuativa, obbliga il Nomad a dotarsi di un assetto organizzativo e di una struttura operativa adeguata per monitorare l'attività del singolo cliente quotato su AIM Italia;
5. avere dei *key executives*, dedicati all'attività di assicurare adeguata garanzia sull'emittente; tali dirigenti, oltre ad avere una comprovata esperienza in operazioni di *corporate finance*, devono avere una adeguata conoscenza dei temi di regolamentazione del mercato e dei necessari approfondimenti legali;

6. infine, ulteriore requisito fondamentale per il Nomad è che deve avere definito all'interno della propria struttura organizzativa adeguati controlli e procedure, in linea con un "manuale di compliance" da formalizzare a cura del Nomad in materia di *corporate finance*. In particolare, questo testo e la sua implementazione nella realtà operativa deve assicurare che tutti i dipendenti siano adeguatamente informati, coordinati e controllati da un *key executive* con il chiaro intento di evitare, soprattutto nella fase post quotazione, che il lavoro di monitoraggio degli emittenti venga effettuato da personale non adeguatamente qualificato (*junior assistant*) e controllato.

Tali requisiti sono soggetti ad una adeguata verifica preventiva da parte di Borsa Italiana che valuta anche se il Nomad possiede la necessaria reputazione ed integrità professionale per potere svolgere il ruolo di "garante della quotazione" presso il mercato AIM Italia. A tal fine Borsa Italiana effettua una vera propria attività di *due diligence* sulle caratteristiche del potenziale Nomad, procedendo conseguentemente, alla inclusione in apposito registro dei Nomad tenuto da Borsa Italiana e pubblicato sul sito. Ad oggi le società ammesse al registro dei Nomad sono quindici, di cui dieci di emanazione bancaria e le altre cinque società di consulenza indipendenti, emanazione, in forma di società di capitali di studi di professionisti o di società di consulenza (vedi tabella sotto).

Elenco Nomad in ordine di ammissione al 17.11.2010			
Nomad	Origine bancaria	oppure	Data attribuzione qualifica Nomad
1. Centrobanca SpA	x		20.01.09
2. Intermoneta SIM SpA	x		20.01.09
3. Banca Akros SpA	x		26.01.09
4. UGF Merchant – Banca per le imprese SpA	x		26.01.09
5. Equita SIM SpA	x		23.02.09
6. MPS Capital Services banca per le Imprese SpA	x		04.03.09
7. Bayerische Hypo und Vereinsbank AG (Gr. Unicredit)	x		07.04.09
8. Banca Finnat Euramerica SpA	x		07.04.09
9. Noble & Company Ltd	x	banca d'investimento indipendente	12.06.09
10. Banca Aletti & C. SpA	x		16.06.09

Elenco Nomad in ordine di ammissione al 17.11.2010			
Nomad	Origine bancaria	oppure	Data attribuzione qualifica Nomad
11. EnVent srl – Independent Financial Advisor		<i>independent financial advisor</i>	31.07.09
12. Eidos Partners Srl (independent advisory)		<i>independent financial advisor</i>	14.10.09
13. Carretti & Associati SpA		società di consulenza	08.03.10
14. Integrae SpA		società di consulenza	24.06.10
15. Baldi & Partner Srl		società di consulenza	17.12.10

Fonte: sito Borsa Italiana

Borsa Italiana verifica periodicamente il mantenimento dei requisiti previsti per la qualifica di Nomad e, se questi vengono a mancare, provvede alla cancellazione dal registro. Il ruolo del Nomad è regolato dall'articolo 1 del regolamento emittenti di Borsa Italiana che recita: "l'emittente nomina e mantiene in via continuativa un Nomad", e ne regola in via generale le responsabilità: "il Nomad è responsabile nei confronti di Borsa Italiana della verifica dell'appropriatezza dell'emittente, il Nomad è responsabile di assistere e guidare l'emittente nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dal regolamento". Il Documento di Ammissione (che sostituisce il Prospetto Informativo Consob delle società quotate al mercato regolamentato) non è soggetto a verifica da nessuna autorità, ma è lo stesso Nomad che si fa garante della completezza e adeguatezza delle informazioni in esso fornite.

Anche successivamente alla quotazione il Nomad è garante della qualità delle informazioni previste dal regolamento emittenti e del mantenimento della società emittente del requisito di "appropriatezza". Il ruolo del Nomad è principalmente di assistere la società emittente nel processo di quotazione e nell'attività verso il mercato AIM Italia; dopo la quotazione il Nomad coordina l'attività degli emittenti dei quali stabilisce l'ampiezza dell'informativa da fornire al mercato e ne dirige e monitora nel continuo lo svolgimento delle attività.

Assumendosi un grande rischio reputazionale legato al giudizio finale sulla qualità dell'emittente, utilizza spesso il lavoro di consulenti

(tipicamente società di revisione, studi legali e studi di dottori commercialisti) che informano il Nomad sull'aggiornamento di alcune aree di attività dell'emittente e nella sostanza coordina e gestisce le informazioni rilevanti di tipo strategico, gestionale, operativo che provengono dall'emittente.

3.2. Il Broker (in gergo *Global Coordinator*)

Il *Global Coordinator* (GC) rappresenta una figura “chiave” per la buona riuscita del processo di quotazione. Di fatto la principale sua funzione consiste nel collocamento agli investitori istituzionali delle azioni oggetto di quotazione, congiuntamente ad un'importante attività di promozione della società emittente nei confronti della comunità finanziaria.

Tale attività può essere ricoperta da banche d'investimento sia italiane che straniere, ovvero da qualsiasi intermediario iscritto nell'elenco speciale ai sensi dell'art. 107 del Testo Unico Bancario.

Data la natura del ruolo che ricopre, i compiti di tale attore iniziano già nelle fasi preliminari del processo di ammissione. Nella fase preliminare il *Global Coordinator* agirà a supporto della società dove è investito dai seguenti compiti:

- redigere un'adeguata *equity story* della società quotanda che enfatizzi i punti di forza e le prospettive di crescita in termini di attività e strategie conseguite nel passato;
- effettuare un'attività di pre-marketing presso gli investitori istituzionali che permetta di argomentare le motivazioni che possano favorire l'investimento nel titolo della società;
- definire in accordo con il Nomad e l'eventuale *advisor* finanziario il *pricing* della società emittente.

Nella fase di quotazione invece, potrà essere incaricato di svolgere le seguenti attività:

- organizza il *roadshow*, ovvero l'incontro del management con i potenziali investitori istituzionali;
- gestisce il *bookbuilding*, ovvero la raccolta degli ordini degli investitori istituzionali;
- monitora ed eventualmente cerca di stabilizzare l'andamento del titolo post IPO.

Merita considerare che, proprio per i suoi compiti, esso differisce dal ruolo svolto dall'*advisor*, di cui si parlerà in seguito. Infatti, mentre quest'ultimo gestisce l'operazione nel completo interesse dell'emittente, il

GC invece opera nei confronti del mercato e di fatto si fa garante circa la validità dell'operazione di quotazione.

Ciò posto, la scelta del GC è subordinata alla rispondenza di specifici requisiti professionali. Il principale tra questi è certamente il fatto che abbia maturato un'adeguata esperienza e capacità di collocamento titoli in particolar modo nel settore di riferimento dell'emittente, che sia contraddistinto da forte motivazione alla vendita delle azioni e che goda di una buona *reputation*.

3.3. Lo *Specialist*

Un'altra figura prevista nel processo di quotazione sull'AIM Italia è costituita dallo *Specialist*. Tale attore, la cui funzione è obbligatoriamente prevista dal regolamento AIM Italia, garantisce la liquidità dei titoli, dal momento in cui l'impresa è stata ammessa alla quotazione.

Lo *Specialist* svolge di fatto la funzione di *liquidity provider* impegnandosi a sostenere la liquidità del titolo e ad esporre in modo continuativo sul mercato le proposte di acquisto o vendita a prezzi che non si discostino tra loro per più di una certa percentuale per un quantitativo giornaliero prefissato come stabilito dal regolamento.

Un'ulteriore attività che lo Specialista potrebbe svolgere, sebbene non obbligatoria da Regolamento, è quella relativa alla predisposizione periodica di studi e ricerche sulla società quotata da rendere disponibili ai potenziali investitori al fine di comunicare l'andamento storico della quotazione del titolo e le strategie future dell'emittente.

Giova segnalare che le attività di Nomad, Global Coordinator e Specialist possono essere intrapresi dallo stesso soggetto, qualora sia un intermediario finanziario e abbia il possesso di tutti i requisiti richiesti.

3.4. L'Advisor Finanziario

La realizzazione di un processo di quotazione è generalmente accompagnato da una fase di studio della fattibilità dell'operazione e la figura professionale usualmente dedicata a questa attività è quella dell'*advisor* finanziario. L'*advisor* fornisce il supporto necessario all'organizzazione ed alla realizzazione dell'intero processo di quotazione, con l'obiettivo da un lato di massimizzare il risultato del processo per l'impresa e dall'altro di garantire il successo dell'operazione sui mercati

finanziari nel medio e lungo periodo.

In particolare sono tipici dell'*advisor* finanziario i seguenti compiti:

- supporto nella fase di studio di fattibilità e di analisi di convenienza economica dell'operazione di IPO sull'AIM Italia;
- assistenza nella scelta degli altri attori coinvolti nel processo di quotazione e negoziazione del loro mandato;
- supporto alla redazione del *business plan* della società;
- individuazione di una prima valutazione indipendente della società, che possa rappresentare un buon punto di avvio per la definizione del valore di offerta dell'IPO, valore che sarà poi analizzato e verificato con il *Nomad* ed il *Global Coordinator*;
- supporto alla redazione del Documento di Ammissione e alla *due diligence* finanziaria;
- continua assistenza in ogni fase del processo di quotazione e coordinamento costante dei diversi interlocutori coinvolti.

Alla luce di quanto sopra riportato e, con particolare riferimento all'operatività nel mondo delle PMI, tale figura può corrispondere al consulente di “fiducia” dell'imprenditore e quindi in molti casi anche con il dottore commercialista “specializzato” nei mercati finanziari.

3.5. La Società di Revisione

Poiché il *Nomad* deve avere una conoscenza accurata sia dei risultati storici della società emittente che della sua prevedibile evoluzione al fine dell'espressione di un giudizio di appropriatezza, particolari attività possono essere demandate alla società di revisione.

In effetti, all'interno di un processo di quotazione vengono solitamente attribuite alla società di revisione funzioni più ampie rispetto alle tradizionali attività di *audit* dei bilanci annuali. Innanzitutto la scelta della società di revisione dovrà necessariamente ricadere tra quelle iscritte all'Albo Speciale Consob di cui all'art. 161 del T.U.F.

Le attività principali attribuibili ad una società di revisione nel corso di un processo di quotazione su AIM Italia possono essere ricondotte alle seguenti fattispecie:

- revisione legale degli ultimi 3 bilanci della società quotanda di cui almeno gli ultimi due redatti secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS. Generalmente la società di revisione produce un *report* denominato *Accountant's report* sui risultati storici ottenuti dall'emittente. Potrebbe inoltre occuparsi direttamente dell'eventuale transizione dai

principi contabili nazionali ai principi contabili internazionali richiesti per essere quotati sul mercato AIM Italia;

- verifica l'attendibilità del *business plan*. In particolar modo tale attività si esplicherà attraverso la verifica della compatibilità del piano con le dinamiche del contesto competitivo e del settore di riferimento della società. L'*auditor* sarà coinvolto nel verificare l'attendibilità del piano sia dal punto di vista economico, finanziario e patrimoniale sia dal punto di vista della sua coerenza interna rispetto alle strategie, all'*action plan* ed alle ipotesi alla base dei dati previsionali utilizzati (tale attività può essere svolta anche da un soggetto terzo diverso dal revisore);

- valuta la solvibilità dell'emittente attraverso l'emissione di un *report* sul capitale circolante netto (*working capital report*). Tale *comfort letter* è rilasciata al Nomad e alla società emittente e si basa sull'analisi del piano industriale da cui deve emergere la capacità di generare e/o di accedere a disponibilità correnti sufficienti per far fronte alle passività alle scadenze previste in riferimento anche a diverse ipotesi di scenario alternative (cosiddetta *sensitivity analysis*). È opportuno segnalare che il regolamento AIM Italia prevede che il Documento di Ammissione contenga una specifica dichiarazione (*Working Capital Statement*) con la quale l'organo amministrativo attesti che il capitale circolante a disposizione della società, sarà sufficiente per le sue esigenze di breve periodo, cioè per almeno i 12 mesi successivi alla data di ammissione alla quotazione;

- verifica l'adeguatezza del sistema di controllo di gestione. In particolar modo l'*auditor* potrà essere coinvolto nel verificare i requisiti di attendibilità e di effettiva operatività del sistema di controllo di gestione in essere presso la società (tale attività può essere svolta anche da un soggetto terzo diverso dal revisore);

- valuta il sistema di *reporting* dell'emittente. La società di revisione può emettere una *comfort letter* all'attenzione del Nomad e della società emittente, nella quale esprime un giudizio sulla qualità del sistema di reportistica in essere presso la quotanda. L'analisi svolta potrà riguardare sia il sistema di *reporting* contabile che quello gestionale (tale attività può essere svolta anche da un soggetto terzo diverso dal revisore);

- verifica la veridicità dei documenti analizzati nel corso della due diligence finanziaria, in particolar modo attestando l'attendibilità delle *performance* storiche conseguite dall'emittente. A titolo di esempio possiamo ricordare alcuni indicatori di *performance* economica (EBITDA, EBIT), il *cash flow*, la posizione finanziaria e la sua struttura finanziaria etc. Generalmente tale attività si sostanzia con l'emissione di una *comfort letter* alla direzione dell'emittente ed al Nomad;

- fornisce supporto alla redazione del Documento di Ammissione con riferimento ai dati contabili presenti. Ci si riferisce ai bilanci annuali, agli eventuali bilanci intermedi piuttosto che le informazioni finanziarie pro-forma, la posizione finanziaria netta, e il capitale circolante.

Da quanto sopra riportato è utile rimarcare l'importanza svolta dalla società di revisione, in quanto essa non manifestando un interesse specifico dall'esito del processo di quotazione può rappresentare un valido supporto all'attività svolta dal Nomad.

3.6. La Società di Comunicazione

La società di comunicazione o di *public relation* gestisce tutta una serie di attività volte a garantire la visibilità all'emittente nelle varie fasi del processo di quotazione. In particolar modo, la società di comunicazione ha l'obiettivo di garantire la massima visibilità alla storia della società, i suoi punti di forza e le sue prospettive di sviluppo.

L'intervento e, soprattutto, l'ampiezza dell'attività svolta dalla società di comunicazione sono definite discrezionalmente dalla società emittente. Tuttavia è opportuno subito considerare che il contributo di tale attore è particolarmente critico nella quotazione di società di piccole dimensioni, che tendenzialmente sono poco conosciute alla comunità finanziaria e generalmente poco avvezze alla comunicazione in generale ed a quella finanziaria in particolare.

Tali obiettivi possono essere raggiunti attraverso una composizione delle seguenti attività: *media relations*, *road show* e *corporate identity*. I primi riguardano le attività tradizionali di comunicati stampa e/o le interviste all'imprenditore sulla stampa specializzate inerenti il processo di quotazione in atto. Con riferimento al *road show*, che è il momento ufficiale di presentazione dall'emittente alla comunità finanziaria, si rimanda a quanto già riportato nell'apposita sezione trattata in questo lavoro. Infine per quanto riguarda la *corporate identity*, ci si riferisce alla vera e propria attività di comunicazione aziendale che spazia dal disegno del sito web, alle *brochure* di presentazione aziendale fino a spingersi ad apposite specifiche campagne pubblicitarie. Tali attività dovranno essere gestite in modo coordinato fra loro tenendo in conto le tempistiche dell'operazione. Il sito internet dell'emittente risulta essere il mezzo di comunicazione più efficace per la diffusione delle informazioni della società, soprattutto in termini di interattività e ricchezza delle informazioni e dati trasmessi. Il sito dovrà possedere le caratteristiche di trasparenza, tempestività e

costante aggiornamento al fine di garantire la qualità delle informazioni rese disponibili. Nel sito è obbligatorio rendere noti i riferimenti dei consulenti che affiancano l'emittente nel processo di quotazione e soprattutto evidenziare il nome del Nomad che anche successivamente alla fase di iniziale quotazione, può essere utilmente contattato da parte degli investitori istituzionali, per ottenere informazioni specifiche sull'andamento dell'emittente.

Dal punto di vista organizzativo possiamo infine segnalare che la comunicazione d'impresa, un tempo demandata alla Segreteria Societaria, piuttosto che all'ufficio stampa della società, vengono oggi ricoperte da una nuova figura costituita dall'*Investor Relator* ovvero il soggetto incaricato in una società quotata della gestione dei rapporti con investitori ed intermediari. Tale figura, non obbligatoria nel mercato AIM Italia, potrebbe coincidere nelle PMI che si affacciano alla quotazione con la società di comunicazione.

4. L'ATTIVITÀ DEL DOTTORE COMMERCIALISTA SULL'AIM ITALIA

4.1. Il *Check-up* aziendale ante quotazione

Ci siamo già soffermati precedentemente sull'attività di autodiagnosi che una società deve intraprendere al fine di individuare gli interventi che si renderanno necessari per uniformarsi a quanto le verrà richiesto dal Nomad, affinché l'azienda possa essere riconosciuta "appropriata" per la quotazione.

È opportuno fin d'ora considerare che, in questa fase, il contributo che potrà essere offerto dal consulente "di fiducia" dell'imprenditore, come il dottore commercialista (DC) fortemente specializzato in finanza e mercati, è relevantissimo. Infatti, le decisioni che dovranno essere vagliate nella fase di preparazione della società ad una quotazione, consistono essenzialmente nell'avvicinare l'imprenditore ed il *management* della PMI alle logiche del mercato finanziario.

In qualità di "consulente di fiducia" dell'imprenditore e di conoscitore profondo della storia aziendale, il DC potrà sicuramente indirizzare la società nella selezione dei consulenti più adatti del processo di quotazione (Nomad, società di revisione, consulenti legali, *advisor* finanziario, etc.).

Nella fase preliminare il DC avrà debitamente valutato quale struttura societaria è opportuno quotare in termini di società operativa o di *holding* finanziaria. Si ricorda che la logica finanziaria premia strutture societarie snelle con adeguati livelli di controllo. È possibile che il DC abbia partecipato pertanto alla redazione di atti "straordinari" che abbiano inciso sulla riduzione del capitale investito nella società; operazioni come gli *spin-off* o le cessioni immobiliari o le riorganizzazioni societarie sulla struttura di controllo.

Il DC e il suo staff potrebbero occuparsi anche della gestione della strutturazione di una prima ipotesi di piano industriale. Tale documento, che sarà parte essenziale del processo di quotazione, deve illustrare le intenzioni strategiche del *management* e deve focalizzarsi sui *key value driver* dei risultati attesi della società che dovranno essere sostenibili nel tempo

e verificabili dal Nomad. Tale attività potrà essere coordinata direttamente dal DC, eventualmente con il supporto di un *financial advisor*.

Il DC “specializzato” potrà inoltre contribuire in modo attivo alla verifica dell’attendibilità e dell’adeguatezza del sistema di controllo interno e del controllo di gestione. In particolare, l’attività si potrà concentrare in merito alla formalizzazione di adeguate procedure e di adeguati sistemi di *reporting*. Potrà ad esempio assistere il *management* nella scelta di un adeguato sistema ERP adatto alle specifiche esigenze di reporting interno ed esterno della società.

Direttamente collegato con il sistema di controllo interno è il tema della gestione dei rischi aziendali. Il DC specializzato potrebbe indirizzare le proprie competenze per “suggerire” il rispetto delle differenti attività di *compliance* aziendale. Assistere la PMI nella definizione dei modelli di organizzazione gestione e controllo da implementare per garantire il rispetto, ad esempio, della normativa ambientale, di quella sulla sicurezza sul lavoro, della normativa a garanzia della qualità dei processi e delle procedure aziendali, della normativa riferita alla prevenzione di reati sulla responsabilità amministrativa degli enti (ex. D.Lgs. 231/01), ecc.; tutto questo potrebbero essere di ausilio a costruire un *framework* più efficace di gestione e controllo dei rischi in vista di una possibile quotazione.

In merito alle competenze di diritto societario, il DC potrebbe partecipare alla definizione di un’adeguata *corporate governance*. Infatti, pur non richiedendo esplicite regole di “governo societario”, il mercato AIM Italia potrà liberamente ispirarsi alle buone prassi operative che regolano la direzione e il controllo della società definite nel Codice di autodisciplina di Borsa Italiana ed osservate dalle società quotate sui mercati regolamentati. Pertanto si potranno rendere necessarie le nomine di amministratori indipendenti e/o di comitati di controllo, al fine di garantire la tutela anche degli interessi degli azionisti di minoranza e la trasparenza decisionale nei confronti del mercato.

In questa fase il DC potrebbe assistere l’emittente nella gestione del passaggio ai principi contabili internazionali; infatti, come si è più volte ribadito, la quotazione richiede la predisposizione di bilanci redatti secondo gli IFRS-IAS e sarà interessante anche valutare l’effetto degli standard contabili IAS/IFRS esistenti, ma anche le eventuali potenzialità offerte dal ridotto set dei principi contabili internazionali applicabili alle PMI (i così detti “*IFRS for SMEs*” di recente emanazione) una volta che si saranno chiarite le posizioni assunte dal nostro Paese in merito alla loro applicabilità effettiva alle PMI.

Anche in termini di preparazione alle numerose *due diligence*, di cui la

società sarà oggetto nel corso del processo di quotazione, il DC potrà sicuramente essere un soggetto “attivo”, in particolar modo, nella *due diligence* fiscale, avente l’obiettivo di far emergere eventuali passività fiscali latenti.

È chiaro che accanto a tutti gli interventi sopra descritti, essenzialmente volti ad adeguare la società ai requisiti formali e sostanziali richiesti per la quotazione, il DC, il *management* della società e gli eventuali consulenti finanziari dovranno effettuare una prima valutazione della fattibilità sia industriale che finanziaria dell’operazione, attraverso un primo contatto, anche informale, con un Nomad, al fine di ottenere dei primi *feed-back* e le prime valutazioni dell’operazione.

Una ulteriore fase propedeutica all’avvio del processo di quotazione vera e propria è la definizione di aspetti legati al ricambio generazionale ed alla *governance* familiare delle imprese. Questi aspetti, che a volte necessitano di professionalità non solo economiche per essere affrontati (ma anche di consulenti specializzati in organizzazione aziendale, in risorse umane, in psicologia), sono, come abbiamo visto, molto presenti nelle PMI e spesso caratterizzano il successo o l’insuccesso di un’impresa: una buona strategia ed una adeguata e strutturata pianificazione del passaggio generazionale e della *governance* familiare potrebbero vedere il DC, con specifiche competenze, assumere un ruolo determinante nella fase di definizione di modelli di successione applicabili e vincenti.

Da ultimo, ma non meno importante, il DC, attraverso il suo network di profonde conoscenze dell’impresa, potrebbe rappresentare un canale per la ricerca di *management* di alto e medio livello che l’azienda potrebbe avere la necessità di attrarre. Anche questo aspetto è particolarmente rilevante in relazione alle nuove e più qualificate risorse di cui le PMI che si avvicinano ai mercati finanziari avranno bisogno. Collaborare con l’imprenditore a definire in maniera puntuale il profilo delle risorse *manageriali* da ricercare potrebbe essere uno dei compiti che il DC attento alle PMI che crescono potrebbe trovarsi a svolgere.

Questo periodo di preparazione alla quotazione può durare anche diversi mesi e si concluderà con la selezione degli attori che accompagneranno la società verso il processo di quotazione su AIM Italia.

Per facilitare la fase di preparazione delle PMI, abbiamo riepilogato in una “*check list*” (che si trova in allegato 4 al presente lavoro) una sintesi delle aree da analizzare suggerite da Borsa Italiana nella sua “Guida alla quotazione su AIM Italia”; nelle schede riportate in allegato abbiamo riassunto le principali aree di analisi che un’impresa e quindi il suo DC dovrà approfondire in via preventiva o nella fase di preparazione alla

quotazione, in modo da valutare opportunamente gli aspetti da valorizzare e quelli sui quali invece è necessario investire per giungere ad una quotazione che sia di successo. Le aree oggetto di analisi sono:

- 1) il *business*;
- 2) il settore ed il posizionamento competitivo;
- 3) le strategie;
- 4) i dati finanziari;
- 5) il sistema di controllo di gestione;
- 6) la struttura del Gruppo;
- 8) la struttura manageriale ed organizzativa e
- 9) la *corporate governance*.

Tutte queste aree di indagine sono tipicamente quelle che un advisor, e quindi un DC, analizza allorché un imprenditore intenda avviare un processo di quotazione su AIM Italia.

4.2. Il supporto durante il processo di quotazione

Quando la decisione di avviare il processo di quotazione viene formalizzata l'imprenditore e il *management* della società quotanda hanno interesse a trasmettere alle controparti (Nomad ed altri consulenti), le informazioni relative:

- alla situazione economico finanziaria in essere;
- alle potenzialità dell'azienda;
- ai progetti di sviluppo;
- ai rischi insiti nell'attività stessa.

L'imprenditore e/o il management devono, conseguentemente, intraprendere, con l'assistenza dei propri consulenti, molteplici attività, sia al proprio interno (come illustrato nel paragrafo precedente), sia verso tutti gli attori del processo di quotazione. Queste attività portano generalmente ad un radicale cambiamento dell'operatività e dell'organizzazione dell'azienda che, da questo momento, deve gestire in maniera razionale ed efficiente, senza sostanziali risorse aggiuntive, un numero di consulenti e di soggetti terzi, ciascuno con strette tempistiche da rispettare.

Una prima attività del DC potrà essere quella di fungere da “rappresentante del volere dell'imprenditore” o “collettore” o “catalizzatore” di tutte le diverse istanze dei consulenti nei confronti dell'imprenditore stesso, svolgendo nella sostanza un fondamentale ruolo di gestione del coordinamento tra i diversi attori. Ricordiamo solo

sinteticamente i diversi soggetti che interagiscono in questa fase del processo:

- il *Nomad*, che gestisce tutto il processo e coordina a sua volta i propri consulenti, valuta la *compliance* degli emittenti al regolamento AIM Italia, esprime il giudizio sull'adeguatezza dell'emittente, valuta i risultati delle *due diligence* da lui richieste, predispose il Documento di Ammissione,

- società di revisione;
- consulenti finanziari;
- consulenti sul controllo di gestione;
- società di comunicazione;

- *global coordinator/broker*, che svolge l'attività di Pre-marketing, organizza il Roadshow, il Bookbuilding, il Pricing, e monitora l'andamento del titolo post IPO;

- *specialist*, garantisce la liquidità del titolo post quotazione,
- studi professionali e consulenti legali.

Oltre a questa attività di coordinamento dei diversi soggetti in sostituzione magari dello stesso imprenditore, le attività in cui vi sono notevoli opportunità di intervento per il Dottore Commercialista, sono dirette a:

- analizzare i punti di forza del processo di quotazione;
- partecipare alla valutazione delle problematiche emerse ed individuazione delle soluzioni;

- essere il referente principale del *Nomad* per conto dell'imprenditore;

- collaborare alla realizzazione delle diverse *due diligence*, propedeutiche al processo di quotazione, e precisamente, ripetiamo:

- la *due diligence* finanziaria;
- la *due diligence* fiscale;
- la *due diligence* legale;
- la *due diligence* sul sistema di reporting;
- la *due diligence* commerciale.

- in tale contesto, il DC, oltre ad offrire una prestazione di maggiore qualità (in base all'esperienza ed alla più approfondita conoscenza dell'emittente), ha la possibilità di applicare tariffe certamente più concorrenziali rispetto ad analoghe strutture che offrono questo servizio di assistenza e coordinamento;

- trasferire informazioni agli altri attori del processo di quotazione sui piani e progetti futuri della società quotanda, facendo leva comunque sul peso sull'espressione di un giudizio professionale qualificato e competente;

- collaborare alla redazione del Documento di Ammissione;
- seguire gli esiti dell'attività di pre-marketing e di *book building*, trasferendo all'imprenditore i messaggi più corretti ed adeguate alle circostanze;
- analizzare e valutare con competenza insieme all'imprenditore il prezzo spuntato alla quotazione del titolo.

Il DC gestendo un rilevante flusso informativo verso gli attori del processo di quotazione e verso l'imprenditore stesso deve essere consapevole del rilevante e delicato ruolo svolto in questa fase del processo di quotazione.

4.3. Le opportunità del post-quotazione

A seguito della quotazione, la società cliente dovrà affrontare nuove esigenze operative e nuovi adempimenti. Il DC avrà quindi ulteriori possibilità di collaborazione con la società ampliando notevolmente le competenze professionali che possono essere offerte al cliente.

La società dovrà in primo luogo adempiere al programma di sviluppo del progetto alla base della domanda di quotazione, con conseguente continuo confronto dei dati del progetto con i dati effettivi. Dovrà quindi essere fornita una maggiore informativa su base periodica e verrà richiesta alla società maggiore tempestività nella pubblicazione dei rendiconti economici e finanziari (non dimentichiamo che anche tali rendiconti dovranno essere redatti applicando i principi contabili internazionali). Gli adempimenti formali richiesti dal regolamento di Borsa, la necessità di adottare un modello di *corporate governance* adeguato e di rafforzare le procedure interne di controllo e di gestione dei rischi sono ulteriori attività che la società quotata dovrà affrontare dopo essere stata ammessa alla quotazione. Non va inoltre sottovalutato che la società ha la necessità di coordinare tutte queste nuove attività (e la presenza costante in azienda dei relativi consulenti) e soprattutto di gestire il rapporto con il Nomad che ha la funzione di raccordo tra la società e Borsa Italiana anche dopo la quotazione.

Le opportunità di nuove collaborazioni che si presentano al DC, che si aggiungono alla tradizionale consulenza fiscale, amministrativa e societaria continuativa, possono essere quindi identificate principalmente nelle seguenti fattispecie:

- assistenza nel rispetto degli obblighi di informativa al mercato;
- predisposizione e pubblicazione dei resoconti periodici;

- assistenza nella definizione delle procedure organizzative interne e nella conformità con la prassi prevista dal Codice di Autodisciplina;
- assistenza nella definizione e gestione del sistema dei controlli interni;
 - consulenza nell'attività di *risk management*;
 - consulenza nella implementazione di un adeguato sistema di controllo di gestione;
 - consulenza relativa ad operazioni straordinarie;
 - disponibilità a ricoprire cariche sociali o in organi previsti dalla nuova *governance* (attività professionale da non sottovalutare per il significativo apporto di professionalità che il DC “specializzato” può offrire sia al Nomad sia all'emittente nella veste di “componente del Consiglio di Amministrazione” – o di analoghi organi previsti nel duale –, di “amministratore indipendente”, di “componente di un comitato” interno previsto, di “componente dell'Organismo di Vigilanza ai sensi del D.Lgs. 231/2001”, oltre che naturalmente, nella veste consueta di “componente del Collegio Sindacale”).

In tale processo di crescita un importante cambiamento è richiesto anche al DC ed alla sua struttura professionale; emergono infatti nuove necessità:

- definire diverse priorità di business all'interno dello studio professionale;
- proporsi a nuove aggregazioni di professionalità specializzate nelle medesime materie (magari coincidenti proprio con i temi della Finanza e dei Mercati Finanziari);
 - di incentivare l'attività relazionale e di *networking*, per il proficuo scambio professionale e di esperienze;
 - di aderire ad associazioni professionali o culturali che incentivano l'avvicinamento delle PMI ai mercati finanziari o comunque agli operatori istituzionali orientati a farle crescere per essere più competitive sui mercati del futuro;
 - di incrementare i contatti con altre istituzioni presenti sul territorio, ed orientate ad avvicinare le PMI alle tematiche della finanza e dei mercati finanziari, come ANDAF (Associazione dei Direttori Amministrativi e Finanziari), AIAF (Associazione degli Analisti Finanziari), AIFI (Associazione Italiana degli operatori in Capitale di Rischio), Assolombarda, Università, ecc.;
 - incrementare gli investimenti in formazione e in nuove risorse professionali specializzate, approfittando dei piani di formazione proposti degli Ordini Territoriali dei DC e delle Commissioni specializzate

costituite in seno agli stessi Ordini e sfruttando le opportunità di crescita offerte da nuove prospettive della professione mediante la partecipazione attiva a corsi di specializzazione promossi dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili e da Borsa Italiana per lo sviluppo delle competenze in Finanza e Mercati da utilizzare sul mercato AIM Italia.

5. IL MERCATO AIM ITALIA A 2 ANNI DALLO *START-UP*

5.1. Perché quotarsi sul mercato AIM Italia

Essere quotati sul Mercato AIM Italia, segmento che richiede criteri minimi di accesso, offre alle PMI una serie di vantaggi, che, altrimenti, sarebbe più difficoltoso e laborioso conseguire, quali ad esempio:

- maggiore trasparenza dell'azienda e migliore visibilità da parte del mercato domestico ed internazionale;
 - il *brand* AIM è diffuso a livello internazionale e riconosciuto come “mercato di successo” (soprattutto per l'esperienza del LSE)
 - relazione con gli investitori istituzionali esteri (come ad esempio i fondi che già operano sull'AIM di Londra);
- disponibilità di un maggior numero di investitori, anche internazionali, specializzati nelle PMI;
- diversificazione delle fonti di finanziamento:
 - si reperiscono nuove risorse finanziarie, diversificando le fonti classiche di finanziamento e riducendo la dipendenza dal sistema bancario;
 - si raccolgono capitali a supporto di crescite ambiziose;
- semplicità di accesso e tempi brevi: il processo di quotazione è semplificato rispetto a quello richiesto per la quotazione sul MTA e permette di ridurre i tempi (solo domanda e documento di ammissione e, generalmente, nessuna istruttoria Consob, se l'IPO è solo rivolta agli investitori istituzionali);
- costi di quotazione: i costi specifici per il processo di quotazione sul mercato AIM Italia risultano inferiori a quelli per la quotazione sul MTA;
- ruolo rilevante del Nomad che assiste l'emittente nel processo ante e post quotazione su AIM Italia;
- ritorno mediatico (maggior notorietà e reputazione).

Nel momento della scelta di intraprendere il processo di quotazione, la quotanda deve considerare, anche, come il mercato valuta la sua attività e le relative prospettive (attività attraente con potenzialità; mercato maturo,

etc.), perché un'eventuale “non gradimento” potrebbe rappresentare una minaccia per l'esito dell'IPO.

Benefici	
Consente alla società di raccogliere capitali per finanziare la crescita e le acquisizioni.	Offre agli azionisti esistenti una strategia di uscita dal capitale e la possibilità di realizzare i loro investimenti.
Permette alla società di ampliare la propria compagine azionaria e diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema creditizio.	Garantisce alla società una valutazione oggettiva del mercato.
Aumenta la credibilità della società grazie alla presenza di qualificati investitori italiani ed internazionali nel capitale.	Permette alla società di fare acquisizioni utilizzando le proprie azioni come moneta.
Aumenta la visibilità della società e rafforza la sua credibilità nei confronti di clienti e fornitori a livello internazionale.	Consente l'introduzione di piani di incentivazione per manager e dipendenti.

Fonte: “Guida pratica ad Aim Italia – il mercato per fare impresa”, Borsa Italiana, pag. 4

Inoltre, occorre sottolineare che l'ammissione al mercato AIM Italia può rappresentare uno strumento:

- per gestire il passaggio generazionale;
- “di scambio” per nuove alleanze (operazioni di M&A);
- motivare il proprio *management*;
- attrarre personale “qualificato”.

5.2. Le società quotate su AIM Italia

Dalla sua apertura in data 8 maggio 2009 al 27 gennaio 2011 sono state ammesse all'AIM Italia 12 società, di cui 2 straniere. Di seguito si riportano le principali informazioni sulle società quotate⁽²⁷⁾:

1. IKF S.p.A.

Inizio negoziazioni 8 maggio 2009; IKF è una *investing company* dedicata allo sviluppo e crescita delle PMI, mediante investimenti in strumenti

⁽²⁷⁾ Le informazioni riportate nel presente paragrafo sono state tratte dai siti e dai documenti di Ammissione dei singoli emittenti.

finanziari e l'erogazione di servizi di consulenza finanziaria strategica. La finalità della società era di quotare una cartiera, società della cosiddetta "old economy".

2. Neurosoft S.A.

Inizio negoziazioni 8 maggio 2009; società greca fondata nel 1994 con sede a Maroussi (Grecia), specializzata nella progettazione, sviluppo e personalizzazione di software integrato per scommesse sportive e giochi, business intelligence e factoring.

3. VrWay Communication S.A.

Inizio negoziazioni 23 luglio 2009; è una "media company" che, avvalendosi di uno schema editoriale innovativo ed attiva nei segmenti online (web), offline e mobile (settore dei servizi avanzati), si dedica, prevalentemente, alla realizzazione, elaborazione e pubblicazione di immagini di realtà virtuali ad elevato contenuto tecnologico. L'azienda, con sede in Lussemburgo ed il quartier generale in Svizzera, affermata già nel proprio settore, ha ritenuto opportuno "quotarsi" per farsi conoscere dal mercato, promuovere il "brand" e supportare lo sviluppo commerciale. Il processo di quotazione della società Vrway ha comportato la ristrutturazione a "360 gradi" del gruppo e dell'attività stessa.

4. TBS Group S.p.A.

Inizio negoziazioni 23 dicembre 2009; è stata costituita nel 1987 con l'obiettivo di fornire alle strutture ospedaliere e socio-sanitarie, pubbliche e private, servizi di ingegneria clinica in *outsourcing*, con la partecipazione di soci finanziatori pubblici e privati, interessati alla ricerca scientifica ed all'innovazione dei servizi tecnologici;

5. House Building S.p.A.

Inizio negoziazioni 23 dicembre 2009; costituita nel 1986, è divenuta, nel corso di un ventennio, la capogruppo di un gruppo immobiliare attivo nel nord Italia (Emilia Romagna, Friuli Venezia Giulia, Marche, Lombardia); fa parte del gruppo Uni Land. Il gruppo House Building è focalizzato sullo sviluppo di progetti immobiliari prevalentemente di natura residenziale, con un ciclo produttivo di ca. 2 anni (rispetto ai 6/8 anni rilevati in capo al gruppo Uni Land). Dal giorno 10 febbraio 2011 le azioni ordinarie House Building sono state revocate dalle negoziazioni, dopo una sospensione di oltre 8 mesi e la rinuncia dell'incarico in qualità di Nomad da parte di En vent s.r.l. prima (30/05/2010) e di Integrae S.p.A. poi (02/02/2011).

6. PMS S.p.A.

Inizio negoziazioni 16 marzo 2010; costituita nel 1999 è una delle principali società di consulenza strategica, di comunicazione corporate,

finanziaria e integrata di alta direzione.

7. Poligrafici Printing S.p.A.

Inizio negoziazioni 16 marzo 2010; costituita nel 2007 mediante un conferimento in natura delle partecipazioni Centro Stampa Poligrafici, Grafica Editoriale Printing, Grafica Commerciale Printing, da parte di Poligrafici Editoriale Spa; provvede anche alla stampa di prodotti a periodicità variabile, free-press, di prodotti editoriali per la grande distribuzione “GDO folder” e di prodotti per il mondo dell’impresa in genere (cataloghi commerciali).

8. Fintel Energia Group S.p.A.

Inizio negoziazioni 23 marzo 2010; azienda di multi-servizi (dalla vendita di energia elettrica e gas, allo sviluppo impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili e relativo sfruttamento) costituita nel 1999.

9. Methorios Capital S.p.A.

Inizio negoziazioni 14 giugno 2010; costituita nel 2004 ed indipendente da qualsiasi istituzione finanziaria, si dedica ad attività di *advisor* finanziario per le piccole medie imprese, offrendo assistenza in operazioni di finanza straordinaria, in particolar modo operazioni di M&A, quotazioni, aumenti di capitale, collocamenti e ristrutturazioni finanziarie e ricapitalizzazioni; importante *network* di relazioni nazionali ed internazionali.

10. Società Editoriale Vita S.p.A.

Inizio negoziazioni 22 ottobre 2010; attiva nel settore della comunicazione, dell’informazione, *publishing* e web - e della consulenza sul mondo no profit, sulla responsabilità sociale e sulla sostenibilità ambientale

11. First Capital S.p.A.

Inizio negoziazioni 22 dicembre 2010; costituita nel 2008, rappresenta la prima struttura italiana rivolta ad operazioni di “*Private Investment In Public Equity*” e ad investimenti nelle “*small e mid cap*” (PMI) quotate (con capitalizzazione inferiore a 350 milioni di euro); è focalizzata su aziende *leader* nei relativi mercati e di nicchia, oltre che a perseguire una gestione “attiva”, mediante l’ingresso, ove possibile, nel consiglio o in altri organi di controllo.

12. Unione Alberghi Italiani (UAI) S.p.A.

Inizio quotazioni 17 gennaio 2011; è una società di investimento che sta creando un *network* domestico di alberghi business a 3-4 stelle posizionati in zone strategiche di città di medie dimensioni.

Dall’analisi delle situazioni aziendali appena evidenziate emergono alcuni casi di quotazioni che hanno destato anche nel mercato alcune

perplexità. Abbiamo più volte citato il tema della reputazione aziendale degli emittenti e dei relativi Nomad e crediamo che le fasi iniziali di avvio del mercato, la crisi dei mercati del capitale di rischio in generale nel mondo e nel nostro paese, insieme alle necessarie fasi di rodaggio del processo di quotazione AIM Italia, hanno compresso in misura forse eccessiva le opportunità offerte dal nuovo mercato per le PMI. Criteri di vigilanza e di monitoraggio più severi da parte dei Nomad e di Borsa Italiana e l'insegnamento tratto dagli errori commessi, siamo sicuri, apriranno nuove opportunità di crescita ad AIM Italia.

5.3. Imparare a leggere i fattori di rischio degli emittenti

Uno dei suggerimenti che possiamo offrire a chi si affaccia per la prima volta come professionista al mercato delle quotazioni, in particolare su AIM Italia, è rappresentato dalla lettura e comprensione dei principali fattori di rischio che gli stessi emittenti evidenziano nei Documenti di Ammissione sottoposti a Borsa Italiana in fase di quotazione. Dalla loro attenta analisi emergono spunti interessanti di riflessione per la individuazione di aspetti che dovrebbero essere trattati con estrema attenzione e sui quali varrebbe la pena che i Nomad concentrassero nel continuo le attività di monitoraggio. Anche i professionisti dovrebbero essere in grado di leggere ed interpretare i fenomeni di rischio evidenziati, suggerendo alle società emittenti idonei presidi ed azioni di mitigazione da realizzare.

Tra i fattori di rischio in capo all'emittente si possono elencare i seguenti:

- ruolo determinante di figure chiave (soci fondatori, attualmente soci di riferimento rivestono contemporaneamente la carica di presidente e di amministratore delegato);
 - concentrazione delle deleghe operative;
 - dipendenza dai manager o da personale qualificato;
 - mancato recupero degli investimenti in ricerca e sviluppo;
 - mancanza storia operativa ovvero recente storia aziendale;
 - rapporti significativi con parti correlate;
 - rinnovo o nuovi contratti di fornitura a condizioni peggiorative (in relazione al limitato numero di operatori);
- inadempimento dei fornitori;
 - attività in *outsourcing* (ritardi esecuzione, incrementi costi);
 - vincolo del mono fornitore.

Con riferimento ai fattori di rischio che possono essere individuati in capo al mercato si possono citare:

- congiuntura economica;
- concorrenza:
 - settore di attività e sua evoluzione;
 - settore molto competitivo, di nicchia;
 - ingresso di nuovi operatori;
- evoluzione normativa del settore d'attività in Italia e nei Paesi stranieri dove già si opera o si è pianificato di essere presenti;
- dipendenza del business dalle gare d'appalto;
- problemi di accesso al credito.

Il professionista specializzato potrebbe certamente offrire idonei suggerimenti strategici, operativi e su aspetti di natura finanziaria utili agli imprenditori ed agli stessi Nomad nel loro esercizio continuo delle attività di controllo. Anche in questo caso potrebbe quindi crearsi l'opportunità di una nuova proposizione di servizi che il professionista potrebbe offrire al Nomad per affrontare in maniera più strutturata e coerente le aree di rischio evidenziate e latenti. In tal senso, sviluppare sensibilità alla gestione dei rischi (strategici operativi, finanziari di compliance e puri), potrebbe essere di grande ausilio per i clienti che si avvicinano al mercato finanziario ed a quello del capitale di rischio e di debito.

5.4. Alcune informazioni sul mercato AIM in UK

Il 16 giugno 1995 è stato creato il mercato AIM Londra con la prima contrattazione che è avvenuta il 19 giugno dello stesso anno, appena 3 giorni dopo. Il mercato era effervescente. Dalla costituzione ad oggi si sono quotate su questo mercato più di 3.000 società ed al 31.12.2010 sono 1.194, di cui 229 internazionali. Nel corso del 2010 sino al 31.12.10, sono state:

- eliminate dal *listing* 193 società (principalmente dietro richiesta dell'emittente), di cui 10 trasferite al mercato principale;
 - ammesse 102 società (26 internazionali e 76 locali), di cui 7 trasferite dal mercato principale;
- con un saldo netto di -99 società.

La capitalizzazione media delle società sul mercato ha raggiunto un valore di circa 66,5 milioni di sterline ma, sono presenti anche diverse società che presentano una capitalizzazione inferiore ai 5 Milioni di Sterline.

	UK	Altro stato	Totale
16/06/1995	10	-	10
1995	118	3	121
1996	235	17	252
1997	286	22	308
1998	291	21	312
1999	325	22	347
2000	493	31	524
2001	587	42	629
2002	654	50	704
2003	694	60	754
2004	905	116	1.021
2005	1.179	220	1.399
2006	1.330	304	1.634
2007	1.347	347	1.694
2008	1.233	317	1.550
2009	1.052	241	1.293
2010	965	229	1.194

Fonte: London Stock Exchange – dicembre 2010

Nella tabella sotto sono elencate le variazioni verificatesi nel corso del 2010:

	Società ammesse			di cui da:		delisting, di cui	
	UK	Altro	Totale	Da mercato principale	Ri-ammissione		Trasferimento al mercato principale
2010							
Gen	3	-	3	-	3	19	-
Feb	5	1	6	1	1	15	-
Mar	7	-	7	-	2	17	1
Apr	6	3	9	-	3	14	-
Mag	2	-	2	-	-	11	3
Giu	6	3	9	2	2	16	-
Lug	10	2	12	2	6	25	2
Ago	9	-	9	1	5	18	1
Set	7	3	10	-	5	18	-

Società ammesse			di cui da:		delisting, di cui		
	Nazionalità		Da mercato principale	Ri-ammissione		Trasferimento al mercato principale	
2010	UK	Altro	Totale				
Ott	6	2	8	-	2	10	3
Nov	8	5	13	1	2	15	-
Dic	7	7	14	-	2	15	-
Totale	76	26	102	7	33	193	10

Fonte: London Stock Exchange– dicembre 2010

Le 1.194 società quotate su AIM operano nei seguenti macro-settori dettagliati nella tabella sotto riportata:

Settori (fonte LSE)	Numero società	di cui:
Energia	115	Settore petrolifero (oil & gas), energia alternativa;
Industria chimica e materie prime	161	Chimica, miniere, foreste-carta, industria metalli;
Industria	224	Edilizia e costruzioni; aerospazio e difesa, industria in genere, elettronica ed attrezzature elettriche, ingegneria, trasporti;
Beni di consumo	62	Settore automobilistico e componentistica; alimentare; prodotti per la casa; beni di lusso; tabacco;
Salute	65	Salute;
Servizi al consumo	141	Commercio, media, agenzie di viaggio e tempo libero;
Telecomunicazioni	13	Telecomunicazioni
Servizi di pubblica utilità	12	Servizi di pubblica utilità
Finanza	281	Banche, assicurazioni, servizi finanziari;
Tecnologia	120	Tecnologia
Totale	1.194	

Fonte: London Stock Exchange – dicembre 2010

Nella tabella sottostante sono evidenziati i paesi di origine degli emittenti:

Stato – continente	Numero società al fine gennaio 2011
Africa	52
Australia	23
Canada	19
Central & Eastern Europe	22
Channel Island	7
China	43
India & Bangladesh	28
Isle of Man	11
Israel	11
Japan	3
Latin America	26
Middle East	12
Other Offshore	13
Russia & CIS	38
South East Asia	35
UK	723
USA	45
Western Europe	71
	1.182

Fonte: London Stock Exchange - gennaio 2011

A fine gennaio 2011, tra le 71 società dell'area Western Europe, risulta che solo 3 società svolgono l'attività prevalente in Italia, di cui una ha anche la sua residenza in Italia⁽²⁸⁾:

1. **Telit Communications PLC (www.telit.com)**

Quotazione nel 2005; azienda internazionale leader nella tecnologia wireless *machine-to-machine* (M2M), è stata costituita in Italia nel 1986 per svolgere servizi per le telecomunicazioni ed ha iniziato a diversificare il business con la produzione ed il commercio di cellulari e sistemi di “*automotive communication*” nel 1997; Nel 2003, l'azienda, che era in condizioni fallimentari, è stata acquistata dalla Polar Investments Ltd e da

⁽²⁸⁾ Le informazioni sono state reperite dai siti aziendali.

Oozi Cats, con l'obiettivo di svolgere un processo di “*turnaround*” per trasformarla in un player nel segmento M2M (*machine-to-machine*). Il complesso processo di *turnaround* ha richiesto, in estrema sintesi, la ridefinizione del business, la ristrutturazione del debito, e la riorganizzazione delle risorse umane. Nel 2005 è stata quotata con un “TPO” sul segmento AIM London. Nel corso del 2007, Telit è stata oggetto di un *management by-out* effettuato prevalentemente da investitori privati italiani, che hanno investito circa 16 milioni di euro.

2. ACTA S.p.A. (www.actagroup.it)

Quotazione nel 2005; costituita nel 2004 e quotata sul listino AIM Londra nel 2005, è specializzata nella ricerca e sviluppo di sistemi innovativi per la produzione di energia pulita. Nel corso degli anni, l'azienda ha sviluppato un importante portafoglio di proprietà intellettuali; dal 2009 la divisione ActaEnergy sviluppa e commercializza i prodotti che si avvalgono di queste innovazioni tecnologiche. Il gruppo promuove lo sviluppo di una “civiltà dell'idrogeno basato su fonti di energia rinnovabili”.

3. Mediterranean Oil & Gas Plc.

Quotazione nel 2005; è un gruppo internazionale attivo nell'esplorazione e nella produzione di idrocarburi liquidi e gassosi sia in Italia e nel Mediterraneo; il gruppo rappresenta uno dei principali operatori “indipendenti” del settore nel Mediterraneo.

5.4. Le prospettive di sviluppo per il mercato AIM Italia

Le PMI, che rappresentano il tessuto industriale italiano, hanno un potenziale di sviluppo importante, derivante dalla propria storia, dalla capacità di continuare ad investire e rinnovarsi, dalla capacità di crescere rendendo eccellente la qualità del processo, del prodotto e/o del servizio. Per supportare e non disperdere questo potenziale, le PMI devono valutare sia la propria capacità di finanziarsi, sia i vincoli di finanziamento esterni (sistema bancario, operazioni sul capitale, emissione prestiti obbligazionari, etc.).

Nel mondo anglosassone, dove la “cultura finanziaria” è maggiormente sviluppata, le PMI nel corso degli ultimi 15 anni hanno fatto ricorso alla quotazione per finanziare il proprio business.

In Italia, invece, l'imprenditore è più diffidente ad aprirsi verso l'esterno, verso nuovi soci (finanziatori, piuttosto che operativi), come verso altre imprese per “fare business insieme”.

Occorrerebbe un'attività di sensibilizzazione delle PMI, affinché colgano l'opportunità della quotazione, senza che la stessa azienda perda le proprie caratteristiche (controllo, business, reputazione). Ciò potrebbe comportare il coinvolgimento del DC, che abitualmente rappresenta l'uomo di fiducia dell'imprenditore, perché, conoscendo effettivamente la realtà aziendale, ha la disponibilità di tutti i fattori chiave per sviluppare, con efficacia, le potenzialità aziendali e valutare le necessità finanziarie, ponderando anche l'ingresso di nuovi soci finanziatori.

Il ruolo del DC diventerebbe, quindi, strategico per le aziende clienti la cui attività è molto diversificata e dovrebbe servire a trasmettere nuove opportunità a supporto della crescita e sviluppo.

I recenti dati economici delineano, complessivamente anche se con differenziazione a livello geografico, una ripresa per produzione, fatturato, ordini ed export (con informazioni negative, invece, relative all'occupazione). Il mondo delle PMI rappresenta una delle leve di crescita e sviluppo anche dei professionisti: essere capaci nel futuro di fronteggiare questa sfida significa cogliere in anticipo le esigenze delle PMI e saper rispondere a queste esigenze con servizi professionali specializzati ad accompagnare le PMI virtuose ed eccellenti, con una proposizione strategica innovativa ed una *governance* moderna, seppur familiare, in grado di confrontarsi e vincere in sistemi industriali e finanziari competitivi e efficienti.

Nuove sfide a cui, siamo sicuri, il DC, e le nuove formule di collaborazione che si sperimenteranno tra colleghi, saranno in grado di rispondere per accompagnare al successo la parte migliore delle PMI italiane.

ALLEGATO 1 – EMITTENTI AIM ITALIA: ATTORI COINVOLTI

	IKF S.p.A.	Neurosoft S.A.	VRWay Communication S.A.
Inizio negoziazioni	8 maggio 2009	8 maggio 2009	23 luglio 2009
Data costituzione	18 settembre 2008	...	9 ottobre 2007
Sede	Milano - Italia	Moroussi - Grecia	Lussemburgo
Oggetto sociale	Investing company	Software	Media company
Advisor finanziario	Natali & Partners S.r.l.	n.d.	Mazars Business Advisory Services SpA
Nomad	UGF Merchant S.p.A.	Banka Akros SpA	Intermonte Sim SpA
Global coordinator	UGF Merchant S.p.A.	Mediobanca SpA	–
Bookrunner	UGF Merchant S.p.A.	–	–
Specialist	Banca Finnat Euramerica S.p.a.	Mediobanca SpA	Intermonte Sim SpA
Società di revisione	Mazard & Guèrard S.p.A.	BDO Protypos Hellenic Auditing Co. – Atene, Grecia	PKF Italia SpA
Studio legale	Chiomenti Studio Legale	n.d.	Norton Rose Studio Legale
Società di comunicazione	n.d.	Weber Shandwick Advisory	n.d.
Sito - lingua	www.ikfholding.com italiano - inglese	www.neurosoft.gr inglese	www.vrway.com IT, EN, DE, FR
IPO (inizio negoziazione)	8 maggio 2009	8 maggio 2009	23 luglio 2009
Numero azioni – pre quotazione – nuova emissione – in vendita <i>al prezzo di collocamento</i>	150.000 8.000.000 - € 1,0	5.000.000 1.000.000 - € 7,6	14.435.486 - - € 5,8
Numero azioni post quotazione	8.150.000	6.000.000	14.435.486

	TBS Group S.p.A.	House Building S.p.A.	PMS S.p.A.
Inizio negoziazioni	23 dicembre 2009	23 dicembre 2009/ Revocata 10/02/2011	16 marzo 2010
Data costituzione	17 febbraio 1987	18 giugno 1986	13.09.1999 come srl trasformata in S.p.A. l'8.02.2010
Sede	Trieste – Italia	Imola (BO) – Italia	Via del Quirinale 26, Roma
Oggetto sociale	– ingegneria clinica – e-Health & e- Government	Immobiliare	Comunicazione societaria, finanziaria e integrata di alta direzione
Advisor finanziario	Eidos Partners	n.d.	n.d.
Nomad	MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.	EnVent s.r.l. (sino al 14.5.10)	UGF Merchant SpA
Global coordinator	MPS Capital Services S.p.A. - Intermonete Sim S.p.A.	–	UGF Merchant SpA
Bookrunner	MPS Capital Services S.p.A. - Intermonete Sim S.p.A..	–	–
Specialist	Intermonete Sim S.p.A.	Centrobanca (ex TWICE Sim S.p.A. sino al 17.01.10)	Banca Finnat Euramerica SpA
Società di revisione	Reconta Ernest & Young	Mazars S.p.A.	Mazars S.p.A.
Studio legale emittente	Dewey & LeBoeuf Studio Legale	Grimaldi & Associati	Chiomenti Studio Legale
Società di comunicazione	n.d.	n.d.	n.d.
Sito - lingua	www.tbsgroup.com www.italtbs.com italiano - inglese	www.house-building.eu italiano - inglese	www.pmsgroup.it italiano - inglese
IPO	23 dicembre 2009	29 dicembre 2009	16 marzo 2010
Numero azioni – pre quotazione – nuova emissione – in vendita <i>al prezzo di collocamento</i>	34.130.020 2.500.000 - € 2,5	36.780.000 5.220.000 - € 1,85	2.000.000 169.937 56.645 € 6,40
Numero azioni post quotazione	36.630.020	42.000.000	2.169.937

	Poligrafici Printing S.p.A.	Fintel Energia Group S.p.A.	Methorios Capital Group S.p.A.
Inizio negoziazioni	16 marzo 2010	23 marzo 2010	14 luglio 2010
Data costituzione	26.11.2007 come srl trasformata in S.p.A. il 21.12.07		10 dicembre 2004
Sede legale	Via Enrico Mattei 106, Bologna	Via Enrico Fermi 19, Pollenza (Macerata)	Via Nicolò Tartaglia 11, Roma
Oggetto sociale	Stampa di industriale di tipo poligrafico e grafico	Multiservizi: energia elettrica, gas energia da fonti rinnovabili	Advisor finanziario indipendente dedicato alla PMI
Advisor finanziario	Methorios Capital S.p.A.	Baldi & Partners S.r.l.	Ambromobiliare S.p.A.
Nomad	UGF Merchant S.p.A.	Intermonte SIM S.p.A.	Intermonte SIM S.p.A.
Global coordinator	UGF Merchant S.p.A.	–	–
Bookrunner	UGF Merchant S.p.A.	–	–
Specialist	Banca Finnat Euramerica S.p.A.	–	Banca Finnat Euramerica S.p.A.
Società di revisione	Ernest & Young S.p.A. (Roma)	PwC	Iter Audit Srl
Studio legale	NCTM Studio Legale Associato	Simmons & Simmons	McDermott Will & Emery
Società di comunicazione	n.d.	n.d.	n.d.
Sito - lingua	www.poligraficiprinting.it italiano - inglese	www.fintel.bz italiano	www.methorios.it italiano
IPO	16 marzo 2010	23 marzo 2010	14 luglio 2010
Numero azioni – pre quotazione – nuova emissione – in vendita <i>al prezzo di collocamento</i>	27.350.000 4.826.471 - € 1,032	20.600.000 2.417.000 - € 2,30	42.800.000 5.610.687 - € 1,40
Numero azioni post quotazione	32.176.471	23.017.100	50.410.687

	Editoriale Vita S.p.A.	First Capital S.p.A.	Unione Alberghi Italiani
Inizio negoziazioni	22 ottobre 2010	22 dicembre 2010	19 gennaio 2011
Data costituzione	22 luglio 1994	7 febbraio 2008	26 febbraio 2008
Sede legale	Via Marco d'Agrate 43, Milano	Viale Majno 17/A, Milano	Corso Venezia 16, Milano
Oggetto sociale	Comunicazione (publishing e web), consulenza sul mondo non profit, sostenibilità ambientale	Acquisizione di azioni e altri strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni di "small & mid caps" quotate sui mercati regolamentati e non	Società di investimento che intende acquisire strutture alberghiere di 3 o 4 stelle "business" con l'obiettivo di creare un network alberghiero nazionalmente riconoscibile
Advisor finanziario	EnVent	Madison Corporate Finance	Ambromobiliare S.p.A.
Nomad	UGF Merchant S.p.A.	UGF Merchant S.p.A.	UGF Merchant S.p.A.
Global coordinator	–	UGF Merchant S.p.A.	UGF Merchant S.p.A.
Bookrunner	–	–	–
Specialist	Banca Finnat Euramerica S.p.A.	Intermonte SIM S.p.A.	Banca Finnat Euramerica S.p.A.
Società di revisione	BDO S.p.A.	Deloitte&Touche S.p.A.	Audirevi
Studio legale emittente	Studio Legale Pedersoli e Associati	NCTM Studio Legale Associato	Chiomenti Studio Legale
Sito - lingua	www.vita.it in italiano	www.firstcapital.it in italiano	www.unionealberghi.it
IPO	22 ottobre 2010	22 dicembre 2010	19 gennaio 2011
Numero azioni – pre quotazione	6.000.000	9.500.000 <i>di cui 8.601.800 azioni ordinarie</i>	4.560.000
– nuova emissione – in vendita <i>al prezzo di collocamento</i>	2.700.000 - € 0,94	13.644.794 di azioni ordinarie	3.000.000 €1,00
Numero azioni post quotazione	8.700.000	23.144.794 <i>di cui 22.246.594 azioni ordinarie</i> 898.200 azioni di <i>Categoria B</i>	7.560.000

ALLEGATO 2 – EMITTENTI MAC: ATTORI COINVOLTI

	Tessitura Pontelambro S.p.A.	Raffaele Caruso S.p.A.	Area Impianti S.p.A.
Inizio negoziazioni	17.09.07	12.10.07	14.12.07
Data costituzione	10.09.76	–	16.11.90
Sede legale	Erba (Como)	Soragna (Parma)	Albisgnasego (PD)
Oggetto sociale	Tessile	Moda	Ecologia industriale e tecnologie avanzate
Advisor finanziario	n.d.	Studio Baldi	n.d.
Sponsor	Centrobanca S.p.A.	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	Cassa di Risparmio del Veneto
Specialist	Centrobanca S.p.A.	Centrosim S.p.A.	Banca IMI S.p.A.
Società di revisione	Mazard & Guerard S.p.A.	RMS Italy S.p.A.	Bompiani Audit Srl
Sito	www.pontelambro.it	www.raffaelecaruso.it	www.areaimpianti.it

	S.E.I. Servizi Energetici Integrati S.p.A.	C.S.M. Centro Servizi Metalli S.p.A.	Gruppo Effegi S.p.A.
Inizio negoziazioni	04.04.2008	02.01.2009	25.11.2009
Data costituzione	29.11.1999	1988	29.12.2005
Sede legale	Settimo Torinese (TO)	Reggio Emilia	Milano
Oggetto sociale	Energia	Industria acciaio	Credito al consumo
Advisor finanziario	n.d.	Studio Cerioli Pellacini	n.d.
Sponsor	MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.	Centrobanca S.p.A.	GE Capital S.p.A.
Specialist	MPS	Centrobanca S.p.A.	Centrobanca S.p.A.
Società di revisione	Mazard & Guerard S.p.A.	Axis Srl	PKF Italia S.p.A.
Sito	www.sei.settimo.it	www.csmetalli.com	www.gruppoeffegi.com

	Rossetti Marino S.p.A.	Editoriale Olimpia S.p.A.
Inizio negoziazioni	12.03.2010	03.08.2010
Data costituzione	1925	09.06.1977
Sede legale	Ravenna	Sesto Fiorentino (FI)
Oggetto sociale	Engineering, Procurement e Construction per l'industria oil e gas	Media - Editoriali
Advisor finanziario	n.d.	n.d.
Sponsor	Cariromagna S.p.A.	GE Capital S.p.A.
Specialist	Banca Imi S.p.A.	Banca Aletti S.p.A.
Società di revisione	Deloitte & Touche	Iter Audit Srl
Sito	www.rossetti.it	www.edolimpia.it

ALLEGATO 3 – AIM LONDRA: EMITTENTI DICEMBRE 2010

List date	Company Name	Sub Sector	Market capitalisation (£m)	Country of Incorporation	Country of Operation
22/12/1995	NORTHERN PETROLEUM	Exploration & Production	100,59	UK	The Netherlands
29/06/1999	CPL RESOURCES	Business Training & Employment Agencies	74,27	Republic of Ireland	Ireland
26/10/1999	LAGAN CAPITAL PLC	Software	0,93	UK	Ireland
18/11/1999	TERTIARY MINERALS PLC	General Mining	8,59	UK	Sweden
30/05/2000	CONROY DIAMONDS & GOLD	Gold Mining	13,60	Republic of Ireland	Ireland
29/01/2001	MINCO PLC	General Mining	17,71	Republic of Ireland	Ireland
26/09/2001	PETROCELTIC INTERNATIONAL	Exploration & Production	244,65	Republic of Ireland	Ireland
13/03/2002	LEEDS GROUP PLC	Specialty Finance	5,50	UK	Germany
04/08/2004	AIM INVESTMENTS PLC	Real Estate Services	1,36	UK	Spain
11/10/2004	ALLERGY THERAPEUTICS	Pharmaceuticals	25,25	UK	Germany
12/11/2004	CLEARSTREAM TECHNOLOGIES GROUP	Medical Supplies	13,36	Republic of Ireland	Ireland
16/11/2004	ABBAY PLC	Home Construction	102,82	Republic of Ireland	Ireland
30/11/2004	EUROPEAN GOLDFIELDS	Gold Mining	1.566,18	Canada	Greece
11/02/2005	RENEWABLE ENERGY HLDGS	Alternative Electricity	10,79	UK	Germany
31/03/2005	NORISH	Business Support Services	3,56	Republic of Ireland	Ireland
04/04/2005	TELIT COMMUNICATIONS PLC	Telecommunications Equipment	57,11	UK	Italy
19/04/2005	ORMONDE MINING	Gold Mining	25,79	Republic of Ireland	Ireland
09/05/2005	EMED MINING PUBLIC LTD	Gold Mining	79,63	Cyprus	Cyprus

List date	Company Name	Sub Sector	Market capitalisation (£m)	Country of Incorporation	Country of Operation
09/05/2005	BEOWULF MINING	General Mining	43,54	UK	Sweden
25/05/2005	TOLUNA	Media Agencies	126,67	UK	France
06/06/2005	SUNRISE RESOURCES PLC	General Mining	18,48	UK	Finland
01/09/2005	KARELIAN DIAMOND RESOURCES	Diamonds & Gemstones	3,07	Republic of Ireland	Ireland
20/09/2005	SQS SOFTWARE QUALITY SYSTEMS AG	Computer Services	59,98	Germany	Germany
23/09/2005	32RED	Gambling	11,54	Gibraltar	Gibraltar
29/09/2005	GLOBAL BRANDS SA	Restaurants & Bars	4,67	Luxembourg	Luxembourg
04/10/2005	ACTA SPA	Electrical Components & Equipment	27,28	Italy	Italy
31/10/2005	ESERVGLOBAL	Software	79,72	Australia	France
03/11/2005	TOUMAZ LD	Semiconductors	37,63	Cayman Islands	Switzerland
16/11/2005	MEDITERRANEAN OIL & GAS	Exploration & Production	6,13	UK	Italy
08/12/2005	DOLPHIN CAPITAL INVESTORS	Real Estate Holding & Development	276,27	British Virgin Islands	Greece
14/12/2005	TREVERIA PLC	Real Estate Holding & Development	61,81	UK	Germany
21/12/2005	GAS TURBINE EFFICIENCY	Industrial Machinery	7,91	UK	Sweden
23/12/2005	GABLE HLDGS INC	Property & Casualty Insurance	19,26	Cayman Islands	Liechtenstein
01/02/2006	XCOUNTER AB	Medical Equipment	3,65	Sweden	Sweden
27/02/2006	AGITHERAPEUTICS	Pharmaceuticals	2,36	Republic of Ireland	Ireland
17/03/2006	SPEYMILL DEUTSCHE IMMOBILIEN CO	Real Estate Holding & Development	17,72	UK	Germany
15/05/2006	BALMORAL INTERNATIONAL LAND PLC	Real Estate Holding & Development	13,12	Republic of Ireland	Ireland
31/05/2006	DEVELICA DEUTSCHLAND	Real Estate Holding & Development	6,43	UK	Germany
26/06/2006	NORKOM GROUP PLC	Software	110,23	Republic of Ireland	Ireland
22/08/2006	ZENERGY POWER PLC	Electrical Components & Equipment	17,44	UK	Germany
20/09/2006	PRIME ACTIVE CAPITAL PLC	Publishing	3,29	Republic of Ireland	Ireland
31/10/2006	PROTON POWER SYSTEMS PLC	Renewable Energy Equipment	6,60	UK	Germany

List date	Company Name	Sub Sector	Market capitalisation (£m)	Country of Incorporation	Country of Operation
23/11/2006	HELESI PLC	Industrial Suppliers	3,58	Cyprus	Cyprus
02/01/2007	TOTAL PRODUCE PLC	Food Retailers & Wholesalers	116,12	Republic of Ireland	Ireland
10/01/2007	FYFFES	Food Products	111,81	Republic of Ireland	Ireland
29/01/2007	CAMPER & NICHOLSONS MARINA INV LTD	Specialty Finance	12,34	UK	Malta
16/02/2007	RELIANCE GENEMEDICS PLC	Biotechnology	4,29	UK	Ireland
28/03/2007	STM GROUP PLC	Asset Managers	9,04	UK	Gibraltar
02/05/2007	MINOAN GROUP	Hotels	12,79	UK	Greece
04/05/2007	SIRIUS REAL ESTATE LD	Real Estate Holding & Development	48,96	UK	Germany
11/05/2007	POWERFLUTE OY J	Paper	49,99	Finland	Finland
17/05/2007	ICB FINANCIAL GROUP HLDGS AG	Banks	153,00	Switzerland	Switzerland
05/06/2007	ORIGIN ENTERPRISES PLC	Farming & Fishing	362,08	Republic of Ireland	Ireland
11/07/2007	TVC HLDGS PLC	Specialty Finance	51,57	Republic of Ireland	Ireland
31/07/2007	CONNEMARA MINING PLC	General Mining	4,30	Republic of Ireland	Ireland
01/08/2007	WORLDSPREADS GROUP PLC	Investment Services	22,97	Republic of Ireland	Ireland
03/08/2007	NORDIC LAND PLC	Real Estate Holding & Development	3,67	UK	Sweden
28/08/2007	TALIESIN PROPERTY FUND LTD	Real Estate Holding & Development	25,51	UK	Germany
30/11/2007	HELLENIC CARRIERS LTD	Marine Transportation	36,95	UK	Greece
13/12/2007	ZAMANO PLC	Mobile Telecommunications	3,60	Republic of Ireland	Ireland
14/12/2007	GLOBO PLC	Software	18,37	UK	Greece
21/01/2008	DESIGNCAPITAL PLC	Specialty Finance	11,29	UK	France
22/02/2008	SITESERV PLC	Heavy Construction	5,69	Republic of Ireland	Ireland
28/07/2008	NORCON PLC	Business Support Services	24,02	UK	Norway
03/10/2008	AGUA TERRA LTD	Real Estate Holding & Development	8,05	British Virgin Islands	Greece
20/10/2008	KEDCO PLC	Building Materials & Fixtures	15,47	Republic of Ireland	Ireland
06/10/2009	COVE ENERGY PLC	Exploration & Production	271,16	UK	Sweden

List date	Company Name	Sub Sector	Market capitalisation (£m)	Country of Incorporation	Country of Operation
05/01/2010	SILENCE THERAPEUTICS PLC	Biotechnology	21,13	UK	Germany
24/05/2010	GVC HLDGS PLC	Gambling	33,32	UK	Germany
24/11/2010	JUBILANT ENERGY N.V.	Exploration & Production	276,84	Netherlands	The Netherlands
17/12/2010	NORICUM GOLD LTD	Gold Mining	31,72	British Virgin Islands	Austria

ALLEGATO 4 – CHECK LIST DI PREPARAZIONE ALLA QUOTAZIONE SU AIM ITALIA

1. <i>Business</i>	
L'analisi del <i>business</i> è incentrata sulla sensibilizzazione del <i>top management</i> alla comunicazione finanziaria. L'obiettivo è fornire una descrizione chiara, completa e sintetica dell'attività svolta dalla società.	
a) Descrizione, all'interno del settore competitivo di riferimento, delle Strategic Business Unit (SBU) gestite dall'emittente.	La SBU è l'unità di un'impresa che ha la responsabilità di sviluppare la strategia in una specifica area di affari. Ogni SBU ha una propria strategia indipendente, strutture di costo specifiche, presidi organizzativi autonomi e responsabilità dedicate.
b) Descrizione delle variabili significative in cui si articola ciascuna SBU.	Alcune variabili significative da prendere in considerazione sono: <ul style="list-style-type: none"> • tipologia di clienti serviti; • canali distributivi di cui l'impresa si avvale; • ambito geografico; • linee di prodotto, servizi/<i>brand</i> commercializzati.
c) Descrizione della formula imprenditoriale o modello di <i>business</i> .	Per modello di <i>business</i> si intende l'insieme delle funzioni o processi necessari per concepire, produrre e distribuire i prodotti/servizi ai clienti finali. In questa fase vanno ricercate ed evidenziate le caratteristiche che differenziano la società quotanda dai propri <i>competitor</i> .
d) Descrizione dei vantaggi competitivi.	Descrizione degli elementi distintivi del <i>business model</i> attraverso cui l'impresa riesce a competere nel contesto competitivo di riferimento.
e) Autonomia gestionale - Dipendenza rilevante.	Andranno verificate situazioni di rilevante dipendenza da un dato cliente/fornitore/distributore. In questo caso è opportuno individuare azioni che possono essere relative all'avvio di processi di diversificazione, alla sottoscrizione di contratti pluriennali, alla revisione dei termini contrattuali (ad es. nel caso di rapporto con un finanziatore rilevante, che limiti l'autonomia gestionale), ecc.
f) Autonomia gestionale - Società emittente controllata da una società quotata.	Andrà verificata l'assenza di vincoli alla massimizzazione degli obiettivi economico-finanziari della società quotanda (potenziali trasferimenti di valore, sovrapposizioni dei membri degli organi amministrativi, ecc.).

2. Settore e posizionamento competitivo	
L'analisi del settore e del posizionamento competitivo della società deve prevedere almeno la descrizione della domanda di riferimento e dei potenziali <i>competitor</i> . Tale analisi si rivela fondamentale per valutare la validità delle scelte strategiche del <i>management</i> e per individuare eventuali <i>gap</i> rispetto ai concorrenti.	
a) Quantificazione della domanda per ciascuna delle Aree Strategiche di Affari (ASA) in cui la società opera.	È necessario tracciare l'evoluzione storica e, se possibile, prospettica della domanda, sia in termini di valore, sia di quantità. È possibile fare riferimento a ricerche o studi settoriali predisposti da associazioni di categoria o banche dati alimentate da istituti di ricerca e statistica.
b) Analisi della domanda di mercato disaggregata per variabili significative.	Alcune variabili significative da prendere in considerazione sono: <ul style="list-style-type: none"> • tipologia di clienti serviti; • canali distributivi di cui l'impresa si avvale; • ambito geografico; • linee di prodotto, servizi/ <i>brand</i> commercializzati.
c) Analisi dei principali <i>competitor</i> .	Una volta individuati i principali <i>competitor</i> , andranno analizzati i business gestiti, i vantaggi competitivi, l'andamento delle quote di mercato ed i principali dati finanziari. Tale analisi dovrebbe enfatizzare le principali differenze rispetto all'azienda quotanda in termini di modello di business e sostenibilità dei vantaggi competitivi. È possibile fare riferimento a studi di settore ed analisi competitive prodotte da terzi.

3. Strategia	
La definizione di una strategia chiara e dettagliata consente di comprendere come la società quotanda intenda creare valore a vantaggio dei suoi azionisti. È necessario sensibilizzare il <i>top management</i> affinché sia in grado di supportare la richiesta di risorse finanziarie con un'adeguata esplicitazione delle proprie scelte strategiche.	
a) Descrizione degli obiettivi strategici.	Gli obiettivi strategici sono illustrati oltre che a livello <i>corporate</i> , anche per ogni SBU e, all'interno di queste, per le altre dimensioni di analisi rilevanti (clienti, canali distributivi, ambito geografico, prodotti/servizi), coerentemente con l'analisi del settore e del posizionamento competitivo effettuata.
b) Descrizione delle azioni strategiche finalizzate alla creazione del valore per gli attuali ed i futuri azionisti.	È necessario evidenziare come il <i>management</i> intende agire sulla crescita e sul miglioramento dello spread tra rendimento e costo del capitale investito.

4. Dati finanziari	
<p>I dati finanziari costituiscono uno degli elementi più rappresentativi della capacità di un'azienda di creare valore. I dati finanziari storici sono infatti un chiaro indicatore del successo raggiunto nel settore di riferimento, mentre quelli prospettici permettono di tradurre in termini quantitativi gli obiettivi di creazione del valore che il <i>top management</i> si prefigge per gli esercizi futuri.</p>	
a) Predisposizione dei dati finanziari storici.	<p>I bilanci annuali civilistici/consolidati degli ultimi tre esercizi devono essere sottoposti a revisione contabile completa; almeno gli ultimi due bilanci devono essere redatti secondo gli IAS/IFRS o gli US GAAP.</p> <p>Nel caso di società quotanda <i>multibusiness</i> è necessario valutare l'opportunità di rappresentare i dati economici storici delle singole SBU e, se significativo, l'andamento storico del fatturato per alcune variabili chiave (clienti, canali distributivi, ambito geografico e prodotti/servizi).</p> <p>Nel caso di operazioni straordinarie effettuate nel periodo precedente alla richiesta di ammissione all'AIM, occorre scegliere la rappresentazione che fornisca la migliore ricostruzione della storia economico-finanziaria dell'azienda a perimetro omogeneo.</p> <p>È necessario inoltre definire modalità di riclassificazione dei dati, che consentano di evidenziare informazioni non presenti nei bilanci (ad es. EBITDA, posizione finanziaria netta, capitale investito netto).</p>
b) Predisposizione dei dati finanziari prospettici.	<p>Predisposizione di un piano industriale (con un orizzonte almeno triennale) comprensivo di elementi quantitativi e qualitativi, che consentano di illustrare:</p> <ul style="list-style-type: none"> • le intenzioni strategiche del <i>top management</i>; • le azioni da realizzare per il raggiungimento degli obiettivi (con indicazione quantitativa di investimenti e risultati attesi, nonché dei <i>manager</i> responsabili dell'implementazione); • l'evoluzione dei risultati economico-finanziari attesi e le relative ipotesi. <p>Particolare cura va riservata all'elaborazione delle stime che permettono di tradurre le intenzioni strategiche e le azioni da realizzare in obiettivi quantitativi da raggiungere negli esercizi successivi.</p> <p>I flussi di ricavo prospettici devono tenere in adeguata considerazione sia i dati finanziari storici, sia i risultati dell'analisi del settore di riferimento.</p> <p>Il piano industriale deve includere prospetti di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario, confrontati con le medesime grandezze storiche.</p> <p>Inoltre, nel caso di società quotanda <i>multibusiness</i> è necessario valutare l'opportunità di rappresentare i dati economici prospettici per singola SBU.</p>

4. Dati finanziari	
c) Equilibrio finanziario.	<p>L'analisi dell'equilibrio finanziario deve riguardare i seguenti aspetti:</p> <ul style="list-style-type: none">• <i>cash flow</i> prodotti e dinamiche del capitale circolante netto (autonomia finanziaria della gestione operativa e ricorso a finanziamenti bancari ed all'aumento dei mezzi propri principalmente per fronteggiare investimenti legati alla crescita);• capacità di indebitamento e rischio finanziario (è necessario verificare l'esistenza di un sufficiente margine di indebitamento per affrontare possibili scenari negativi);• posizione finanziaria netta (verificare che il rapporto PFN/EBITDA non superi la soglia di 3 in maniera sistematica);• caratteristiche dei contratti di finanziamento (con particolare attenzione alla presenza di <i>covenant</i> e di clausole di <i>cross default</i>);• contratti derivati (verifica della natura e delle caratteristiche dei contratti sottoscritti).

5. Sistema di controllo di gestione	
<p>Il sistema di controllo di gestione deve assicurare che gli amministratori possano formarsi un giudizio appropriato in relazione alla posizione finanziaria ed alle prospettive dell'emittente e del Gruppo ad esso facente capo.</p> <p>Un efficace sistema di controllo di gestione è caratterizzato dalla completezza dei contenuti informativi fondamentali per la conduzione del <i>business</i>, per la comunicazione agli investitori e per l'assunzione di decisioni consapevoli.</p>	
a) Formalizzazione del sistema di controllo di gestione.	<p>Il sistema di controllo di gestione deve essere adeguatamente formalizzato con riferimento alle procedure, al <i>reporting</i> ed alle eventuali azioni correttive, nonché coerente rispetto alle caratteristiche aziendali in termini di modello di <i>business</i> e struttura organizzativa (strutturazione per SBU o per altre significative dimensioni aziendali).</p>
b) Definizione della struttura di <i>reporting</i> .	<p>È necessario definire un'adeguata frequenza dell'attività di <i>reporting</i> (almeno trimestrale) ed assicurarne la tempestività.</p> <p>È altresì necessario definire i destinatari e gli utilizzatori delle informazioni e dei <i>report</i> prodotti.</p> <p>Il sistema di <i>reporting</i> deve definire gli indicatori ritenuti rilevanti per il monitoraggio del raggiungimento degli obiettivi di creazione del valore che il <i>top management</i> si è dato.</p> <p>In contesti caratterizzati da forte crescita dimensionale e consistenti piani di sviluppo, il monitoraggio della gestione finanziaria e delle operazioni di tesoreria assume un'importanza cruciale.</p> <p>I <i>report</i> devono essere strutturati in modo da permettere la comparazione del dato consuntivo con quello di budget e con quello storico corrispondente.</p> <p>Da ultimo si evidenzia l'esigenza di monitorare i principali <i>business risk</i> inerenti l'attività imprenditoriale gestita.</p>
c) Sistema di pianificazione.	<p>È necessario verificare che il sistema di pianificazione garantisca:</p> <ul style="list-style-type: none"> • la definizione di un sistema di pianificazione strategica che consenta l'elaborazione del piano industriale; • la definizione di un sistema di <i>budget</i> articolato per processi, ruoli, responsabilità e tempistica; • la coerenza tra il sistema di pianificazione e quello di <i>reporting</i> e tra entrambi e la struttura organizzativa in essere.

6. Struttura del Gruppo	
<p>La struttura del Gruppo che si intende portare sul mercato e, conseguentemente, la scelta delle società da includere nel perimetro consolidato costituiscono un passaggio indispensabile dell'attività di preparazione alla quotazione.</p>	
<p>a) Definizione del perimetro di quotazione.</p>	<p>Le società operative da includere nel perimetro di quotazione andranno individuate tra quelle che gestiscono <i>asset</i> funzionali al <i>core business</i>. Si evidenzia che l'eventuale decisione dell'imprenditore di mantenere attività rientranti nel <i>core business</i> al di fuori del perimetro di quotazione potrebbe rappresentare un elemento di valutazione negativo. Sarà inoltre necessario motivare la scelta di possedere aziende controllate/partecipate all'estero, soprattutto se si tratta di paradisi fiscali.</p>
<p>b) Operazioni di ristrutturazione del Gruppo.</p>	<p>Le società operative rientranti nel perimetro di quotazione andranno sottoposte al controllo di un'unica <i>holding</i> destinata a divenire l'emittente (evitando la moltiplicazione dei livelli societari). È inoltre necessario valutare l'opportunità di effettuare delle operazioni straordinarie volte a ridurre il capitale investito di Gruppo (ad es. <i>spin-off</i> o cessioni immobiliari). Nel caso si imprese familiari è opportuno costituire una <i>newco</i> che diverrà l'emittente al fine di "separare la famiglia dall'impresa" ed evitare la gestione di problematiche legate al disaccordo tra i diversi soci familiari.</p>
<p>c) Valutazione dei rapporti con le parti correlate.</p>	<p>È fondamentale intervenire su eventuali ostacoli alla massimizzazione degli obiettivi economico-finanziari della società emittente, effettuando accurate valutazioni in merito a:</p> <ul style="list-style-type: none"> • finanziamenti della società emittente a parti correlate; • finanziamenti di parti correlate alla società emittente; • gestione della tesoreria; • rapporti commerciali di fornitura di beni/servizi; • contratti di locazione immobiliare; • utilizzo di brevetti/marchi; • struttura manageriale (proporzionalità delle retribuzioni rispetto all'esperienza ed al <i>curriculum vitae</i>). <p>Dalla valutazione effettuata è possibile ricavare una rappresentazione del peso dei rapporti con parti correlate sui dati consolidati della società quotanda e della sua capacità di competere autonomamente sul mercato.</p>

7. Struttura manageriale ed organizzativa	
<p>La valutazione della struttura manageriale ed organizzativa è finalizzata a comprendere se le persone le funzioni, i ruoli ed il sistema di deleghe e responsabilità che garantiscono l'operatività aziendale necessitano di cambiamenti e/o potenziamenti in vista dello sbarco sul listino.</p>	
<p>a) Qualità del <i>top management</i> della società.</p>	<p>La squadra manageriale deve comprendere profili dotati di adeguata professionalità ed esperienza, capaci di garantire la realizzazione dei piani strategici ed il raggiungimento degli obiettivi.</p> <p>È necessario che la compagine manageriale bilanci presenza di <i>manager</i> azionisti con dirigenti di provata esperienza esterni alla famiglia proprietaria, in grado di apportare conoscenze diverse e complementari finalizzate allo sviluppo della società.</p> <p>Il <i>management team</i> deve presentarsi ben strutturato sia in termini di competenze, sia numerici; inoltre è necessario che i <i>manager</i> siano adeguatamente motivati nello svolgimento delle proprie mansioni (incentivi a medio-lungo termine basati sulla correlazione tra retribuzione e profittabilità dell'emittente).</p>
<p>b) Struttura organizzativa.</p>	<p>Occorre verificare che la struttura organizzativa rispecchi l'articolazione del <i>business</i> gestito dall'emittente.</p> <p>Vanno identificati in maniera chiara i ruoli e le responsabilità organizzative all'interno della società.</p> <p>È inoltre necessario implementare un adeguato sistema di controllo interno volto all'identificazione, alla misurazione, alla gestione ed al monitoraggio dei principali rischi per una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati.</p> <p>È necessario identificare un unico responsabile (Amministratore Delegato) a cui riportano tutte le funzioni chiave.</p> <p>Queste ultime devono essere sempre adeguatamente presidiate con dei <i>manager</i> che abbiano un'adeguata conoscenza del business e del settore in cui opera l'emittente.</p>

8. Corporate Governance	
<p>L'analisi dell'insieme di procedure e prassi operative che regolano il governo, la direzione ed il controllo di una società (<i>corporate governance</i>) è finalizzata a verificare che la società si sia dotata di idonei strumenti per garantire una sana e corretta gestione aziendale, la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e la trasparenza nei confronti del mercato.</p>	
<p>a) Composizione del Consiglio di Amministrazione.</p>	<p>Al fine di garantire una maggiore ricchezza di esperienze e di competenze, è auspicabile che il Consiglio di Amministrazione sia composto sia da membri esecutivi, sia non esecutivi. L'eventuale presenza di amministratori indipendenti è in grado di garantire la tutela di tutti gli azionisti. A tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, inoltre, è possibile istituire un Comitato per il Controllo Interno, composto esclusivamente da amministratori indipendenti.</p>
<p>b) Società controllate di altre società quotate.</p>	<p>L'organo amministrativo ha il compito di garantire la necessaria autonomia gestionale della società quotanda, finalizzata alla massimizzazione del valore per tutti gli azionisti. A tal fine è necessario limitare le eventuali sovrapposizioni tra i membri dei consigli di amministrazione della società emittente e della controllante (inclusi i dirigenti) ed evitare l'attribuzione ad amministratori esecutivi o dirigenti della controllante di deleghe operative nella controllata.</p>

BIBLIOGRAFIA

- AIFI (2008) *Libro Bianco - Proposte per lo sviluppo del Private equity e Venture capital in Italia*
- AIFI (2010) *Analisi del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*
- Arlotta C. (2008) *Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro. Il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento. Quaderno n 17 ODCEC Milano*
- AA.VV. (2009) *Il mercato di Borsa per le PMI: AIM Italia*
- Banca d'Italia (2009) Collana Questioni di economia e finanza, *Il Private equity in Italia*
- Banca d'Italia (2010) *Relazione Annuale*
- Borsa Italiana (2006) *Codice di Autodisciplina delle società quotate*
- Borsa Italiana (2010) *Guida alla Quotazione su AIM Italia (Visciano, Scremin, Acabbi)*
- Borsa Italiana (2003) *Guida al Sistema di Controllo di Gestione*
- Borsa Italiana (2003) *Guida al Piano Industriale*
- Borsa Italiana (2004) *Guida alla valutazione*
- Borsa Italiana (2009) *Guida pratica a AIM Italia*
- Borsa Italiana (2009) *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*
- Borsa Italiana (2009) *Regolamento Emittenti*
- Borsa Italiana (2009) *Regolamento Nominated Advisers*
- Borsa Italiana (2009) *Procedure AIM Italia per le operazioni sui capitale*
- Cesarini F., Gualtieri P. (2001) *La borsa* Il Mulino, Bologna
- CNEL (2008) *Distretti Produttivi & Sviluppo*
- Ferragina F., Mancaruso M., Palmas L. (2008) *AIM Italia e quotazione delle PMI*, Contabilità Finanza e Controllo
- Gianni Origoni Grippo & Partners (2009) *Guida Pratica all'AIM Italia*
- KFinance (2009) *I settori manifatturieri alla prova di Basilea 2*
- KPMG (2009) *Italian Private Equity and Venture Capital market 2009 performances*
- Laboratorio Private Equity & LBO (2010) *Ipotesi per un modello di Private Equity Risk rating*

Mediobanca-Unioncamere (2010) *Le medie imprese industriali italiane 2010*
Osservatorio AIdAF-UniCredit-Bocconi (2009) *1° rapporto ottobre 2009*

Links utili

www.aifi.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.confindustria.it

www.consob.it

www.corriere.it

www.londonstockexchange.com

www.ilsole24ore.com

www.privateequitymonitor.it

Numeri pubblicati

Anno 2007

- nr. 1 L'amministrazione nelle S.r.l. • *Simone Allodi*
- nr. 2 Lo Statuto dei diritti del contribuente • *Alessandro Turchi*
- nr. 3 Finanziamento dei Soci • *Giorgio Zanetti*
- nr. 4 Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • *Paolo Brecciaroli*
- nr. 5 Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • *Marco Grumo*
- nr. 6 La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • *Gian Gaetano Bellavia*
- nr. 7 Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • *Roberta Provasi, Daniele Bernardi, Claudio Sottoriva*
- nr. 8 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Ernersto Franco Carella*
- nr. 9 L'introduzione dei principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • *Mario D'ijino*
- nr. 10 La governance delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • *Ciro D'Aries*
- nr. 11 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • *Ambrogio Picolli*
- nr. 12 Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di *Adriano Propersi*
- nr. 13 Le parti e la loro assistenza in giudizio • *Mariacarla Giorgetti*

Anno 2008

- nr. 14 Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs n. 139 del 28 giugno 2005 • a cura della Commissione *Albo, Tutela e Ordinamento 2005-2007*
- nr. 15 Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della Commissione *Normative Comunitarie 2005-2007*
- nr. 16 Elementi di procedura civile applicati alle impugnazioni del processo tributario • *Mariacarla Giorgetti*
- nr. 17 Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro: il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento • *Carlo Arlotta*

- nr. 18 Controlled Foreign Companies Legislation: Analisi comparata negli stati comunitari • *Sebastiano Garufi*
- nr. 19 Il codice di condotta EU: Finalità e analisi comparativa a livello europeo • *Paola Sesana*
- nr. 20 Il dottore commercialista e la pianificazione e il controllo nella PMI • *Aldo Camagni, Riccardo Coda, Riccardo Sclavi*
- nr. 21 La nuova relazione di controllo contabile (art. 2409 ter del Codice Civile) • *Daniele Bernardi, Gaspare Insaudo, Maria Luisa Mesiano*

Anno 2009

- nr. 22 L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option? • *Vito Marraffa*
- nr. 23 Norme ed orientamenti rilevanti della Revisione Contabile • *Maria Luisa Mesiano, Mario Tamborini*
- nr. 24 Gli accordi giudiziali nella crisi d'impresa • *Cesare Zafarana, Mariacarla Giorgetti, Aldo Stesuri*
- nr. 25 Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento • *Francesco Grasso, Paolo Terazzzi*
- nr. 26 Conciliazione e mediazione: attualità legislative e profili operativi • *Aldo Stesuri*

Anno 2010

- nr. 27 La crisi d'impresa - L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art. 67, 3° comma, lettera d) L.F. • *Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali*
- nr. 28 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) seconda edizione • *Ambrogio Piccoli*
- nr. 29 L'arbitrato - Analisi e commenti dalla recente prassi • *Commissione Arbitrato - a cura di Alessandro Augusto*
- nr. 30 Il bilancio di sostenibilità delle multiutilities: esperienze a confronto • *Commissione Bilancio Sociale - a cura di Francesco Randazzo, Cristiana Schena, Gabriele Badalotti, Eros A. Tavernar*
- nr. 31 La riforma della revisione legale in Italia: una prima analisi del D.Lgs. 39 del 27 gennaio 2010 • *Commissione Controllo Societario - Gruppo di lavoro: Daniele Bernardi, Antonella Bisestile, Alessandro Carturani, Annamaria Casasco, Gaspare Insaudo, Luca Mariani, Giorgio Morettini, Marco Moroni, Gianluca Officio, Massimiliano Pergami, Roberta Provasi, Marco Rescigno, Claudio Sottoriva, Mario Tamborini*
- nr. 32 Obbligo P.E.C. - Opportunità e problematiche per gli studi professionali • *Commissione Informatica e C.C.I.A.A. - Gruppo di lavoro: Fabrizio Baudo, Davide Campolunghi, Filippo Caravati, Alberto De Giorgi, Gianluca De Vecchi, Pietro Longhi, Daniele Tumietto*
- nr. 33 Nuova tariffa professionale - Commento alle modifiche intervenute • *Mario Tracanella*

Anno 2011

- **nr. 34** Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS • *Riccardo Bauer, Claudia Mezzabotta*

finito di stampare
nel mese di aprile 2011

3LB srl
Osnago (LC)

nr. 35.

Il rafforzamento patrimoniale è una condizione necessaria per sostenere la crescita e competere. L'accesso al mercato dei capitali attraverso AIM Italia è uno strumento particolarmente adatto a PMI che possiedono visione strategica chiara, piani industriali solidi e credibili e desiderano raccogliere capitali locali e/o internazionali. AIM è un mercato caratterizzato da una regolamentazione flessibile e da requisiti snelli nella tempistica di accesso e di permanenza sul mercato. I Dottori Commercialisti hanno la possibilità di ritagliarsi un ruolo di primo piano, affiancando i propri clienti nella comprensione dell'evoluzione dei mercati, nello stimolarli a valutare le opportunità derivanti dalla quotazione, nel supportarli dal momento della maturazione della scelta, sino alla preparazione e realizzazione della due-diligence, nonché degli adempimenti tipici di una società quotata. Questo quaderno intende individuare il percorso per l'analisi dei mercati, per la valutazione e le caratteristiche che le aziende devono possedere per presentarsi in Borsa e si propone come un punto di riferimento per tutti i professionisti che desiderano approfondire questi temi, per sviluppare, forse, una nuova attività di consulenza rivolta alla quotazione delle PMI.

Carlo Arlotto, Presidente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano, docente di "Compliance e gestione dei rischi" presso l'Università dell'Insubria, Partner di Consilia BM Srl, iscritto nell'elenco degli Esperti in Mercati Finanziari di Borsa Italiana e Vice Presidente dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati.

Franco Bertoletti, Dottore Commercialista e Revisore Legale, con significative esperienze in gruppi multinazionali, start-up aziendali, gestione amministrativa, organizzativa e finanziaria in PMI. Iscritto nell'elenco dei professionisti esperti in Mercati Finanziari presso Borsa Italiana e all'albo CTU del Tribunale di Milano in materia di valutazioni e operazioni straordinarie.

Elisabetta Coda Negozio, Dottore Commercialista e Revisore Legale in Milano. Iscritta nell'elenco dei professionisti esperti in Mercati Finanziari presso Borsa Italiana. Socio fondatore del Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati.

Carlo Pesaro, Partner di una società di consulenza direzionale, con esperienze in Credit Suisse First Boston, J.Rothschild e RBS. Iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti, dei Revisori Legali, dei professionisti esperti presso Borsa Italiana, dei CTU del Tribunale di Milano.

Giorgio Venturini, Dottore Commercialista e Revisore Legale in Milano, docente di "Bilancio" e "Auditing" presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, socio del Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati.