

Documento tecnico programmatico

Milano, 25 marzo 2013



Gruppo di lavoro
Ammissione alla quotazione
delle Piccole e Medie Imprese:
interventi di incentivazione,
ruolo dei mercati e degli operatori

Documento tecnico programmatico

PARTE I

Descrizione del progetto

1	Descrizione e obiettivi del progetto	5
2	Soggetti partecipanti	6
3	Modalità di pubblicità del progetto e sviluppi futuri	7

PARTE II

Introduzione e analisi della tematica

1	La quotazione delle imprese: un'analisi teorica	9
2	Le determinanti della scelta di quotazione: recenti evidenze empiriche	14
3	Evoluzione dei mercati alternativi dedicati alle PMI emittenti azioni	21

PARTE III

Il Memorandum di Intesa

1	Imprese beneficiarie delle misure previste nel Mdl	25
2	Misure di incentivazione alla quotazione previste dal Mdl	26
2.1	Attività di <i>education</i> e <i>scouting</i>	26
2.2	Servizi di consulenza e assistenza nel processo di <i>listing</i>	30
2.3	Strutturazione di un mercato per le PMI e servizi connessi alla permanenza alle negoziazioni	34
2.4	Sviluppo dell' <i>asset management</i> dedicato alle PMI	39
2.4.1	<i>Il progetto Fondo di fondi</i>	29
2.4.2	<i>La promozione e l'istituzione di fondi comuni dedicati alle PMI</i>	40

	<i>Timetable</i> delle attività del Gruppo di Lavoro per l'anno 2013	43
--	--	----

1 Descrizione e obiettivi del progetto

Il 7 marzo 2012 è stato costituito il Gruppo di Lavoro (GdL) "Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori" nell'ambito del quale diversi soggetti, di natura pubblica e privata, hanno fornito il proprio contributo sulla base dell'esperienza maturata con riferimento al tema oggetto di analisi. Sulla base degli approfondimenti svolti dal GdL è stato definito un progetto che delinea interventi volti a favorire l'accesso delle imprese al mercato del capitale di rischio, tramite l'ammissione delle relative azioni alle negoziazioni nel mercato e/o l'intervento di fondi dedicati. L'iniziativa destinata alle imprese nazionali, in particolare di piccola e media dimensione, intende fornire un contributo al superamento dello strutturale deficit dimensionale del mercato nazionale rispetto alle altre principali economie europee. Il progetto propone un programma di sviluppo per le imprese interessate, nei confronti delle quali, sulla base di un trasparente percorso che le stesse società potranno seguire, sono state individuate incentivazioni ed agevolazioni, anche nella forma di riduzione dei costi.

In tale ambito i partecipanti al mercato hanno condiviso la necessità di realizzare azioni – di seguito dettagliatamente illustrate – volte, da un lato, a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio, e, dall'altro, a sviluppare la domanda di titoli azionari da parte degli investitori. Il coinvolgimento diretto dei principali attori della piazza nazionale potrà determinare risultati efficaci per lo sviluppo del sistema finanziario in considerazione dell'allineamento dell'obiettivo del progetto con gli interessi di tutti i partecipanti all'iniziativa.

Il progetto, il cui successo si basa sul circolo virtuoso attivabile dall'interazione di misure attuate nell'ambito del settore privato e di quello pubblico, può rappresentare, per le società interessate a espandere la propria attività imprenditoriale dal punto di vista operativo e geografico, un "percorso guidato" in grado di favorire il processo di evoluzione tramite l'acquisizione dello *status* di società "aperta".

Le attività che i diversi partecipanti al progetto intendono svolgere sono elencate in un *Memorandum d'Intesa (MdI)*, allegato al presente documento, frutto di un accordo multilaterale basato sul convergente intento di promuovere una comune linea di azione per lo sviluppo del mercato. Tale

documento, impegnando per quanto possibile ciascun firmatario alla realizzazione dei compiti in esso individuati, rappresenta un utile punto di riferimento per le PMI italiane.

Il gruppo di lavoro, oltre alle attività attuabili direttamente dai relativi partecipanti, ha condiviso l'esigenza di individuare misure di carattere normativo volte, da un lato, a semplificare ulteriormente gli adempimenti ai quali sono tenute le PMI ammesse alla negoziazione e, dall'altro, ad applicare incentivi fiscali a vantaggio sia delle società quotate sia degli investitori che partecipino, a talune condizioni, direttamente o indirettamente al capitale di dette imprese. A tale riguardo i partecipanti al GdL intendono definire in tempi brevi, dopo la sottoscrizione del *Memorandum d'Intesa*, apposite proposte da presentare al Governo.

2 Soggetti partecipanti

Il progetto è ideato come azione di sistema che coinvolge, a diverso titolo, i principali attori della piazza finanziaria italiana. I partecipanti al GdL sono:

- a) **Consob:** Autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia ai sensi della L. 281/85, svolge attività finalizzata alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano;
- b) **Borsa Italiana:** Società di gestione del mercato, la cui attività consiste nell'organizzazione, gestione e funzionamento dei mercati finanziari. A partire dal 1° ottobre 2007 è diventata effettiva l'integrazione tra il Gruppo Borsa Italiana ed il Gruppo London Stock Exchange. Obiettivo principale di Borsa Italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza;
- c) **ABI:** Associazione Bancaria Italiana, rappresenta, tutela e promuove gli interessi del Sistema bancario e finanziario;
- d) **AIFI:** Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio;
- e) **ASSIREVI:** Associazione Italiana Revisori Contabili, è un'associazione privata senza scopo di lucro fondata nel 1980 che promuove e realizza l'analisi scientifica di supporto all'adozione dei principi di revisione, nonché lo studio dell'evoluzione della legislazione e della regolamentazione;
- f) **ASSOGESTIONI:** Associazione del Risparmio Gestito. Fondata nel 1984, essa rappresenta la maggior parte delle società di gestione italiane e

straniere operanti in Italia, oltre a banche e imprese di assicurazione attive nella gestione del risparmio;

- g) **ASSOSIM:** Associazione Italiana degli Intermediari Mobiliari, rappresenta in tutte le sedi gli operatori del mercato mobiliare italiano e svolge attività di ricerca, assistenza normativa e formazione, con pubblicazioni e organizzazione di convegni e seminari;
- h) **Confindustria:** fondata nel 1910, Confindustria è la principale organizzazione rappresentativa delle imprese manifatturiere e di servizi in Italia, raggruppando, su base volontaria, 149.288 imprese di tutte le dimensioni per un totale di 5.516.975 addetti;
- i) **Fondo Italiano d'Investimento:** Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A. è una società costituita, su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze, di alcune Banche Sponsor e associazioni di categoria, nel corso del 2010, con l'obiettivo di incentivare, attraverso investimenti nel capitale di rischio, processi di aggregazione tra le imprese minori, al fine di renderle maggiormente competitive anche sui mercati internazionali;
- j) **Fondo Strategico Italiano ("FSI"):** è una holding di partecipazioni con capitale sottoscritto e versato di 4,4 miliardi di euro da parte di Cassa Depositi e Prestiti (azionista strategico all'80%) e da Banca d'Italia (20%). FSI investe in imprese che abbiano l'obiettivo di crescere dimensionalmente, migliorare l'efficienza operativa e rafforzare la propria posizione competitiva sui mercati nazionali e internazionali. FSI acquisisce quote di minoranza in società di rilevante interesse nazionale che hanno una solida posizione finanziaria, adeguata redditività e prospettive di crescita. FSI è un investitore di lungo termine che persegue ritorni del proprio investimento a parametri di mercato;
- k) **Fondazione ResPublica:** fondazione culturale nata nel 2001;
- l) **Università Bocconi:** l'Università commerciale Luigi Bocconi è un'università privata di Milano, fondata nel 1902 e specializzata nell'insegnamento delle scienze economiche e sociali, giuridiche e manageriali.

3 Modalità di pubblicità del progetto e sviluppi futuri

Al fine di consentire un'efficace visibilità del progetto e dei soggetti coinvolti si ritiene opportuno istituire una finestra *Web* di accesso ai contenuti del progetto, tramite la realizzazione di una sezione dedicata sul sito internet di Borsa Italiana, che arricchirà i contenuti già esistenti relativi ai relativi mercati gestiti e al processo di quotazione. Tale strumento consentirà un agevole reperimento delle informazioni da parte di tutti i soggetti (tra cui le imprese) interessati a conoscere le diverse iniziative e un continuo aggiornamento della relativa documentazione.

Riquadro 1 - Misure del Memorandum (articolo 5)

Modalità di pubblicità del programma

Borsa Italiana s.p.a. realizza, sul proprio sito web, una sezione dedicata al Programma indicato nel Memorandum, che consente l'accesso alle informazioni relative:

- a) al percorso agevolato da seguire per accedere al programma oggetto del presente Memorandum;
- b) agli operatori che assicurano l'offerta dedicata di servizi per le PMI (anche facendo leva sul programma di Partnership già implementato da Borsa Italiana per la promozione dei mercati);
- c) allo stato di attuazione delle attività previste dal Mdl;
- d) ai riferimenti di contatto delle istituzioni e degli operatori coinvolti nell'iniziativa.

Il Programma verrà inoltre dettagliatamente illustrato alla comunità finanziaria tramite:

- a) l'organizzazione di apposite iniziative convegnistiche;
- b) la realizzazione di pubblicazioni divulgative;
- c) la predisposizione di rinvii nei siti internet dei partecipanti all'iniziativa.

Al fine di consentire un continuo monitoraggio dell'andamento delle iniziative previste dal Programma, le parti coinvolte si impegnano ad incontrarsi su base periodica, rendendo pubblici, a seguire, dati di sintesi in merito all'attuazione, per quanto di competenza, dei diversi interventi progettati. A tale scopo verrà richiesto alle parti coinvolte di rispondere ad appositi questionari.

1 La quotazione delle imprese: un'analisi teorica

Premessa

La dimensione del mercato mobiliare italiano, e di quello azionario in particolare, mostra un deficit strutturale rispetto a tutte le principali economie europee. Il ritardo della Borsa di Milano è testimoniato:

- sia dal modesto numero di società quotate sul Mercato Telematico Azionario (255 società italiane a fine 2012 in contrazione rispetto alle 263 di fine 2011);
- sia dal peso sul PIL della capitalizzazione complessiva (22,5% a fine 2012 contro il 20,6% di fine 2011).

Il numero di società nazionali quotate nei mercati regolamentati è significativamente inferiore a quello di altri paesi comunitari: a fine 2012 in Uk erano quotate 1009 società, in Francia erano 528, in Germania le società quotate a fine 2012 erano 757. L'AIM del London Stock Exchange quotava, a fine 2012, 870 società domestiche, rispetto alle 27 del nostro AIM-MAC. Parimenti differente, rispetto alla situazione italiana, è il peso della capitalizzazione di mercato dei paesi citati sui rispettivi Prodotti interni lordi.

Un'analisi dimensionale degli emittenti quotati in Italia evidenzia inoltre che le piccole e medie imprese rappresentano una percentuale del listino modesta rispetto al peso che le PMI hanno nel tessuto produttivo italiano e comunque inferiore alla percentuale media europea, evidenziando una avversione delle PMI italiane al mercato dei capitali.

Tenuto conto di tale contesto, il progetto mira a rendere più competitivo il mercato mobiliare italiano e richiede un approccio sistemico che deve innanzitutto comprendere quattro principali elementi: l'offerta, la domanda, il mercato e il sistema bancario. Tale programma deve in secondo luogo trovare un nuovo equilibrio all'interno del *trade-off* tra semplificazione delle regole (per aumentare l'offerta) e garanzia di sicurezza per gli investitori (per aumentare la domanda). Nella formulazione di un'appropriata riforma non si può prescindere, peraltro, dall'analisi delle *best practices* per trovare ispirazione dai migliori modelli riscontrabili nell'ambito delle regole comuni poste dall'UE.

Il progetto richiede, in ogni caso, l'impegno di tutti gli *stakeholder* del processo per superare gli ostacoli posti tanto dall'attuale congiuntura, caratterizzata da un aumento della volatilità, quanto dalla poco brillante performance del mercato italiano manifestata anche prima della crisi.

L'offerta di mercato: le aziende

In questo quadro, la priorità del mercato mobiliare sebbene riguardi in primo luogo l'aumento del numero delle ammissioni a quotazione deve tuttavia mirare anche all'individuazione di un percorso che tenga conto della qualità dell'offerta nell'ambito delle IPO. Come rilevato in recenti studi di settore, infatti, se il potenziale teorico delle imprese quotabili, stimabile sulla base dei soli *ratios* patrimoniali e finanziari, è di 1.000/1.500 società, il potenziale effettivo è più concretamente prossimo ad un massimo di 100 aziende, selezionabili tramite una mappatura mirata volta ad individuare le eccellenze che presentano posizioni consolidate soprattutto sui mercati internazionali.

Oltre ai requisiti formali richiesti da Borsa Italiana per ammettere le società a quotazione (requisiti che variano a seconda del segmento di riferimento) sussistono infatti delle caratteristiche sostanziali che le imprese quotande devono comunque possedere. In primo luogo è essenziale che l'impresa abbia una chiara visione strategica per supportare uno sviluppo sostenibile nel tempo accompagnata dalla capacità manageriale di gestire il cambiamento connesso allo status di società quotata.

Per un'azienda, il processo di quotazione rappresenta un momento strategico, ma allo stesso tempo critico: richiede un cambio di mentalità soprattutto da parte degli azionisti, che devono accettare l'effetto diluitivo sul capitale, il confronto con altri azionisti e *stakeholders*, la modifica dell'assetto organizzativo, stringenti regole di *governance* e la diffusione di informazioni (contabili, finanziarie, relative al *business*) al mercato, su base continuativa. Lo sforzo richiesto è tanto più elevato quanto minori sono le dimensioni dell'impresa che vuole accedere al mercato. Le aziende dovrebbero quindi valutare la quotazione qualora la stessa rappresenti un'opzione strategica per favorire la crescita e la realizzazione dei progetti aziendali.

Condizione necessaria è quindi l'adozione di un piano di sviluppo ben declinato, sostenibile e credibile e l'esistenza di una *governance* coerente. Importante è quindi la transizione da una gestione padronale ad una gestione manageriale dell'azienda, introducendo, qualora necessarie, nuove risorse/competenze in coerenza con i piani di sviluppo immaginati.

Il percorso di avvicinamento delle aziende al mercato mobiliare: il ruolo degli intermediari

L'Italia possiede uno dei più elevati livelli di risparmio tra i paesi industrializzati, ma queste risorse sono spesso investite in depositi bancari o in titoli di stato e non vengono sufficientemente re-veicolate alle imprese. A ciò si aggiunga il minor contributo che il canale bancario è in grado di offrire al finanziamento delle imprese, motivato non solo da fattori congiunturali ma, a tendere, anche da ragioni strutturali (es. adeguamento a Basilea III). Occorre quindi favorire la disintermediazione del risparmio e l'afflusso del medesimo alle imprese anche attraverso il canale diretto, come avviene nella maggior parte dei paesi economicamente e finanziariamente più evoluti. Tale esigenza appare un'opportunità in presenza di nuove necessità di risparmio, originate dagli importanti mutamenti intervenuti nei trattamenti pensionistici futuri e finalizzate alla crescita ed al consolidamento di capitali in un'ottica di medio lungo termine.

Per poter adeguatamente mobilitare tali risorse è però necessario garantire una buona qualità dell'offerta, facendo affluire i capitali solo alle imprese effettivamente più meritevoli. Tuttavia, la presenza sul mercato finanziario di asimmetrie informative tra domanda e offerta può spesso ostacolare l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie. Di qui il ruolo fondamentale svolto dagli intermediari finanziari che accompagnano le imprese sul mercato.

Gli istituti finanziari ricoprono un ruolo centrale nell'affiancare le società nel processo di quotazione, svolgendo un'ampia gamma di attività volte non solo a verificare il rispetto dei requisiti regolamentari propedeutici alla quotazione, ma anche a supportare la società nella costruzione di un'adeguata *equity story* che possa attirare l'attenzione degli investitori. Attraverso un dialogo continuo della propria *saleforce* e degli analisti di ricerca con gli investitori istituzionali nelle varie aree geografiche, l'istituto finanziario è in grado di cogliere appieno, a seconda del momento di mercato, l'eventuale interesse da parte degli investitori per un determinato settore o per aziende con particolare caratteristiche (es. *growth vs defensive*).

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

Si tratta quindi di favorire una conoscenza più approfondita, anche personale, tra gestori e azienda mettendo, nei fatti, tutti gli interlocutori che partecipano al processo di IPO intorno al tavolo con significativo anticipo rispetto al collocamento vero e proprio: gli incontri tra azienda/imprenditore e investitori non possono essere relegati - come nell'IPO tradizionale - alle ultime due settimane di un *iter* che dura qualche mese ma essere diluiti

durante il processo di quotazione e portare ad un maggiore grado di confidenza tra gestori e imprenditore. Una delle logiche vincenti è quella del *club deal* ovvero di un'operazione intermedia tra un'operazione pubblica e un collocamento privato, dove, fermo restando la necessità di garantire la generale parità informativa tra tutti i destinatari delle IPO, un numero ristretto, ma significativo, di primari investitori italiani ed internazionali, scelti in funzione delle caratteristiche dell'azienda, supportano l'IPO e la successiva quotazione in una prospettiva di investimento di medio/lungo termine.

La domanda di mercato: gli investitori

Il mercato dei capitali nazionale mostra da anni un preoccupante trend di contrazione della domanda di strumenti *equity*. Lo sviluppo della domanda dovrebbe essere perseguito grazie alla nascita di investitori specializzati in *small/mid cap* italiani, ad oggi presenti in maniera assai limitata nel mercato italiano: in caso contrario, ogni sforzo sul lato dell'offerta potrebbe non solo risultare inefficace, ma addirittura deleterio per la domanda stessa. Per investire in un titolo quotando gli investitori istituzionali, sono interessati infatti, oltre alle caratteristiche distintive dell'azienda, alla potenziale liquidità del titolo post quotazione. Spesso però tale liquidità è molto difficile da assicurare.

In questo quadro si ritiene benefico l'intervento di operatori qualificati, quali ad esempio Fondo Italiano Investimento (FII) - quanto alle piccole e medie imprese - e Fondo Strategico Italiano (FSI) - quanto alle grandi imprese con fatturato superiore a 300 milioni di euro e almeno 250 dipendenti - caratterizzati da una prospettiva temporale di investimento non di breve termine e da una *governance* basata su un patto strategico con l'imprenditore anche nell'ambito di un investimento di minoranza.

Tuttavia la presenza di questi attori deve essere potenziata attraverso una parallela riorganizzazione dell'intera industria del risparmio gestito, volta a favorire lo sviluppo e la creazione - anche tramite l'investimento di un fondo di fondi appropriatamente finanziato - di nuovi fondi comuni dedicati all'investimento in *small caps* e titoli neoquotati. Il fondo dei fondi, potendo investire solo indirettamente nelle imprese tramite altri fondi di primo livello, potrebbe creare un effetto leva con benefici sull'attività e lo sviluppo dei fondi specializzati. I nuovi fondi dovrebbero essere successivamente partecipati anche da altri soggetti e operatori di mercato.

Incentivi

Si ritiene opportuno prevedere degli incentivi e dei meccanismi, anche di *education* e di *moral suasion*, idonei a favorire la decisione dell'imprenditore di aprirsi al mercato del capitale di rischio ampliando il più

possibile il flottante e mettendo, se necessario, in discussione il controllo quantitativo (ma non effettivo) dell'azienda. Tali obiettivi costituiscono la base per la realizzazione di programmi ambiziosi di crescita, che, come detto, rappresentano il presupposto di una quotazione di successo.

Soprattutto nel caso della quotazione di PMI, per le quali un numero ristretto di sottoscrittori dovrà prevedere un allungamento dell'orizzonte temporale di investimento, sarebbe auspicabile anche l'introduzione di incentivi fiscali capaci di minimizzare l'impatto sul gettito per l'Erario evitando gli ostacoli posti dalla normativa sugli aiuti di Stato dell'UE. Una strada perseguibile, ad esempio, è quella di introdurre agevolazioni di carattere fiscale per le persone fisiche e le imprese che sottoscrivono quote di veicoli specializzati nell'investimento in società *small cap* quotate su mercati non regolamentati quali l'AIM Italia, così come già fatto negli anni scorsi in Regno Unito e Francia.

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

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

In combinazione con i VCT la normativa inglese prevede anche l'*Enterprise Investment Scheme* (EIS) che può essere utilizzato da investitori individuali che sottoscrivono direttamente nuove azioni di società quotate all'AIM. L'investimento massimo ammesso è 1 milione di GBP per anno e permette all'investitore di beneficiare di una deducibilità del 20% dell'investimento dal reddito annuale (agevolazione iniziale), cui si aggiunge l'esenzione dall'imposta sul *capital gain* al momento della cessione o la possibilità di detrazione delle perdite se la società fallisce o l'investimento viene ceduto.

Anche la Francia prevede sgravi fiscali a favore degli investimenti privati nelle piccole e medie imprese. Gli incentivi fiscali riguardano sia l'imposta patrimoniale sia quella sul reddito. Nel primo caso le PMI hanno l'opportunità di raccogliere fino a 2,5 milioni di euro all'anno, in aumento di capitale, da investitori che possono dedurre fino al 50% del loro investimento

dal loro imponibile fiscale sul patrimonio (*Impôt de solidarité sur la fortune - ISF*) fino ad un massimo di 90.000 euro per famiglia se attraverso investimento diretto o fino ad un massimo di 36.000 euro per famiglia se l'investimento avviene attraverso fondi di investimento dedicati. Le società target devono essere società francesi che abbiano meno di 250 dipendenti e che abbiano un fatturato inferiore a 50 milioni di euro o un totale attivo inferiore a 45 milioni di euro.

Nel caso dell'imposta sul reddito invece l'agevolazione comprende potenzialmente tutte le PMI europee, che hanno la possibilità di raccogliere fino a 2,5 milioni di euro all'anno da investitori cui è concesso di dedurre fino al 18% del loro investimento dal loro reddito imponibile, e fino ad un massimo di 50.000 euro ciascuno (100.000 euro per famiglia) se attraverso un investimento diretto o fino ad un massimo di 12.000 euro ciascuno (24.000 euro per famiglia) se attraverso fondi dedicati. Le società target devono esistere da meno di 5 anni, avere meno di 50 dipendenti e un fatturato inferiore a 10 milioni di euro o un totale attivo inferiore a 10 milioni di euro. In entrambi i casi le società devono essere non quotate o quotate su un MTF (*Alternext* o *Marché Libre*), i titoli azionari devono essere mantenuti per almeno 5 anni e l'ammontare massimo di 2,5 milioni di euro per società deve ritenersi comprensivo dei due incentivi (non è possibile raccogliere 2,5 milioni deducibili dall'imposta sul patrimonio e 2,5 milioni deducibili dall'imposta sul reddito).

2 Le determinanti della scelta di quotazione: recenti evidenze empiriche

Premessa metodologica

Di seguito si presentano i risultati di una recente verifica empirica realizzata attraverso un'analisi *field* basata su un questionario erogato alle imprese¹. I risultati sono stati confrontati con le precedenti evidenze empiriche disponibili, ottenendo segnali di rinforzo rispetto ad alcuni possibili interventi di *policy*. Interviste condotte sul campo con le associazioni di categoria hanno infine permesso di raccogliere alcune impressioni qualitative che danno evidenza dell'estrema criticità dei temi legati all'apertura del capitale e alla quotazione delle PMI italiane.

Le ricerche fino ad oggi realizzate su vantaggi e svantaggi della quotazione in Italia² sono state prevalentemente condotte interpellando in proposito le imprese quotate, data la maggiore facilità di contatto con le medesime. Tuttavia è evidente che il parere espresso dalle sole quotate non permette di comprendere a pieno il perché molte imprese italiane non si avvicinano alla borsa. La ricerca citata cerca di realizzare uno sforzo ulteriore,

1 Fondazione ResPublica, Astrid in "Time for growth. Favorire la quotazione in Borsa", dicembre 2012.

2 Tra le più recenti si veda Caccavaio et al, Luiss 2012.

raccogliendo le istanze non solo delle aziende quotate ma anche delle imprese che non sono presenti in borsa (e in molti casi non hanno interesse ad esserlo) pur presentandone le potenzialità.

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

Il questionario è stato indirizzato a 1.000 imprese, selezionate in base a criteri dimensionali minimi e parametri di redditività ipotizzati adeguati per permettere un eventuale accesso al mercato. Le risposte pervenute sono state 95, da cui un tasso di risposta del 9,5%³. Il campione delle imprese rispondenti è composto da 80 imprese non quotate e 15 quotate. Le imprese appartenenti al primo gruppo, quelle non quotate, potevano poi auto-selezionare la propria appartenenza ad uno specifico sottogruppo tra:

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

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

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

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

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

In termini di struttura societaria (figura 3) il 50% dei casi è costituito da imprese capogruppo, il 29% dei casi da controllate e nel rimanente 21% da imprese non facenti riferimento a gruppi. Nel 40% dei casi il controllo è concentrato nelle mani di un solo socio (figura 4), e nel 31%

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

concentrato presso i membri di una stessa famiglia. In un'azienda su quattro la presenza di patti parasociali consolida l'assetto di *governance*.

Figura 1 – Ripartizione dimensionale del campione per classi di fatturato

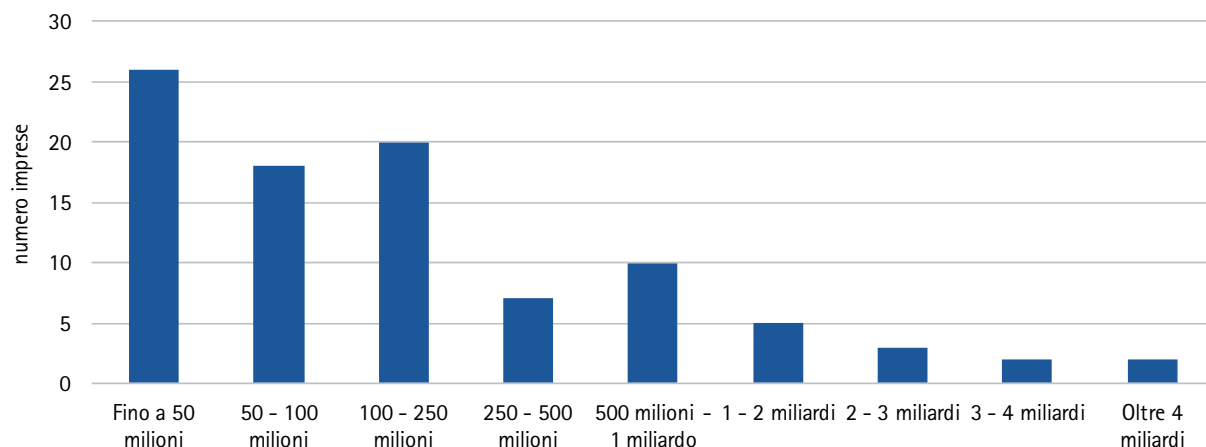
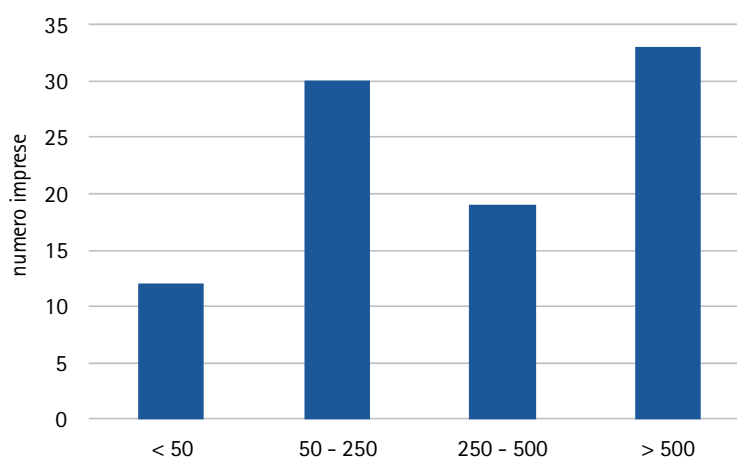


Figura 2 – Ripartizione dimensionale del campione per numero dipendenti



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

Figura 3 - Struttura societaria

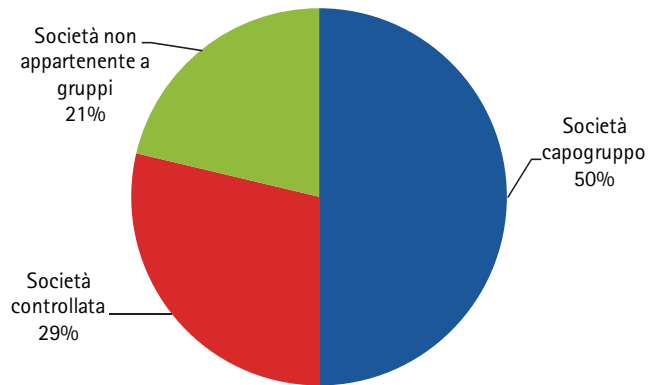


Figura 4 - Struttura di controllo

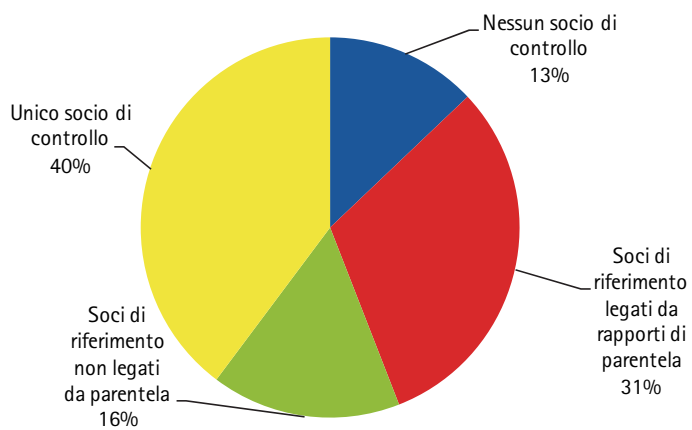


Figura 5 - Indebitamento delle imprese rispondenti (Debito bancario/Patrimonio Netto)

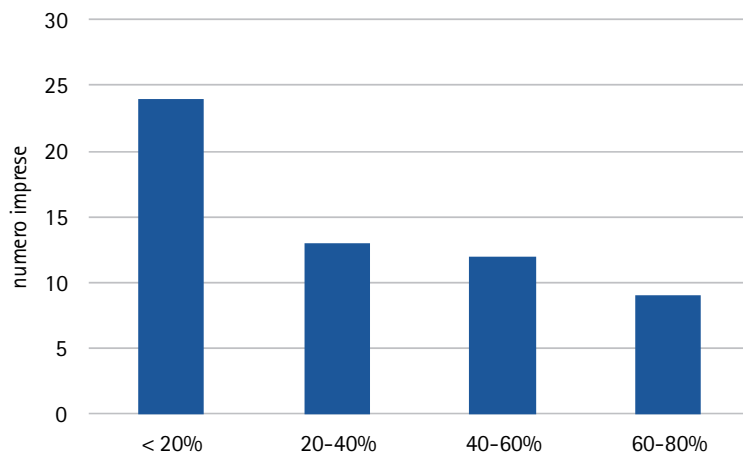


Figura 6 - Incidenza del debito a breve sul totale del debito (Debito a breve/Debito totale)

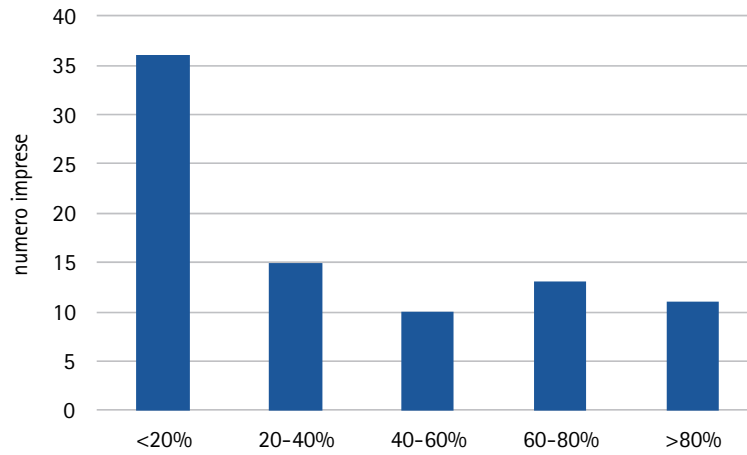


Figura 7 - Le fonti di debito non bancario

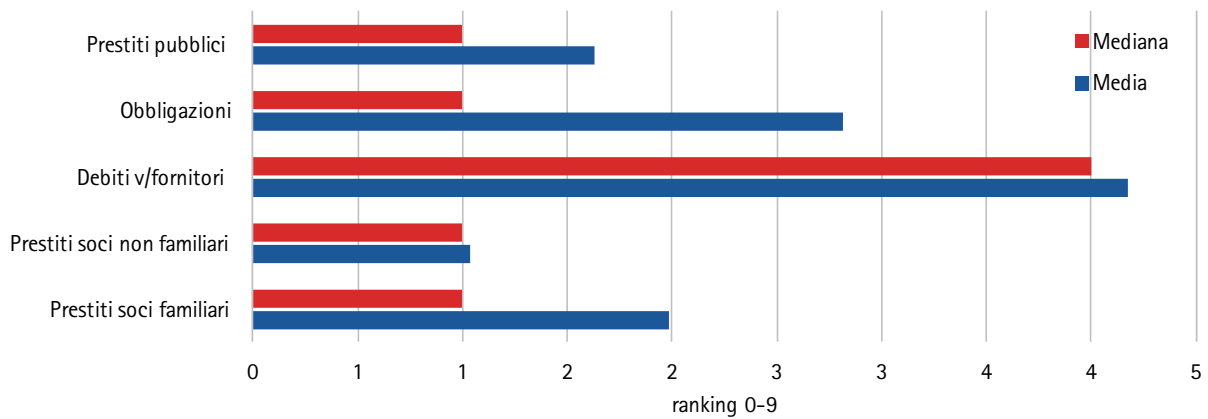


Figura 8 - Altri apporti finanziari non rappresentati da debito

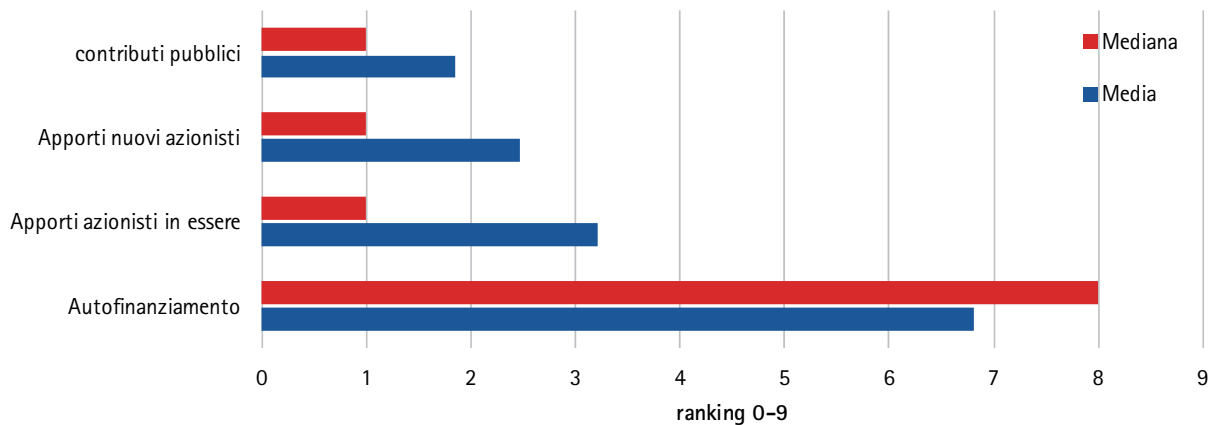


Figura 9 - Costo medio del debito

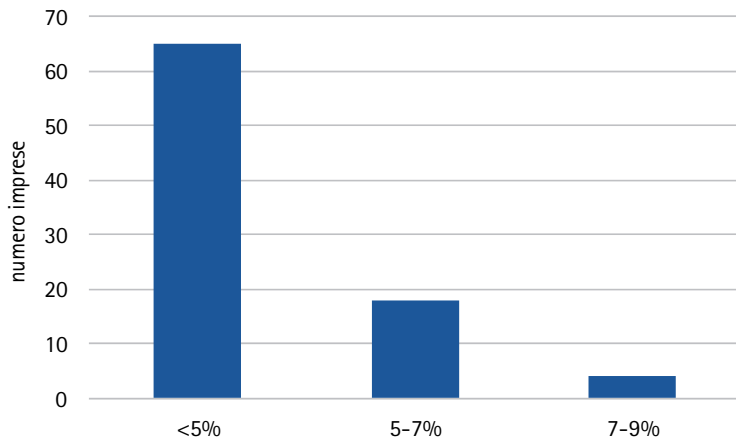


Figura 10 - Costo del debito bancario

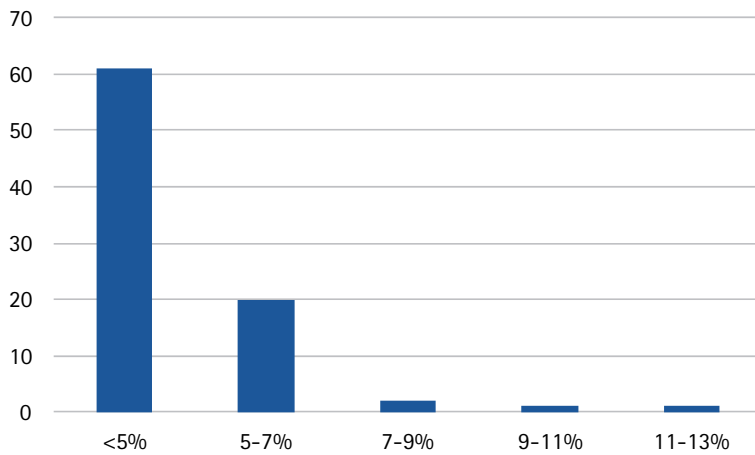
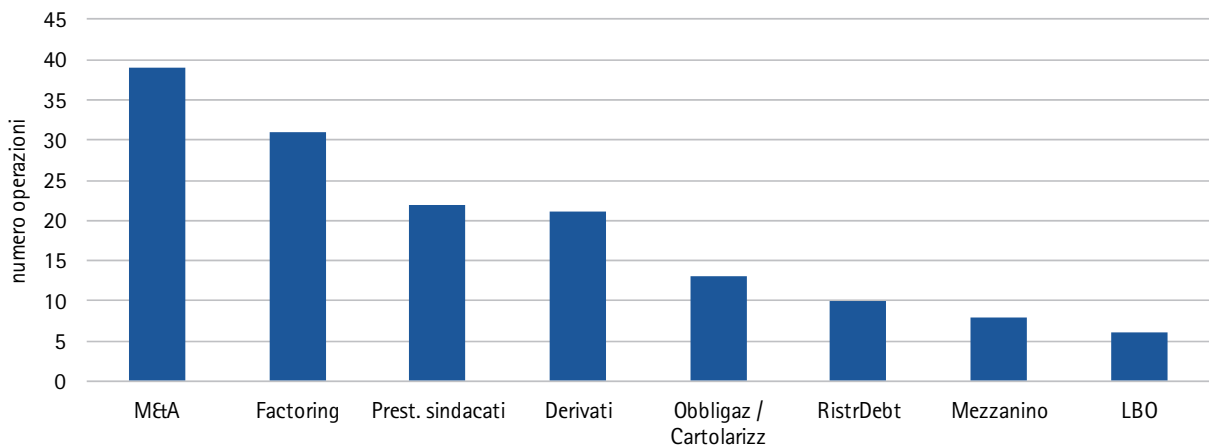


Figura 11 - Operazioni finanziarie più frequenti negli ultimi sette anni



Analisi dei risultati: sintesi delle considerazioni conclusive

Dall'analisi delle risposte ai questionari emergono le principali considerazioni di seguito riportate:

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

Le indicazioni sopra emerse hanno offerto dunque utili spunti per focalizzare i vari provvedimenti oggetto di studio da parte del GdL, al fine di stimolare la quotazione delle imprese italiane. Sicuramente l'attività di semplificazione della regolamentazione va nella direzione attesa dalle imprese, così come è auspicabile una riduzione dei costi di quotazione, nonché una loro standardizzazione, al fine di dissipare molti dei timori e delle incertezze delle imprese. Tuttavia tali provvedimenti, da soli, probabilmente non sono sufficienti a far cambiare idea alla maggior parte delle imprese italiane, che, a torto o a ragione, sembrano comunque voler mantenere ampia distanza dalla borsa.

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

3 Evoluzione dei mercati alternativi dedicati alle PMI emittenti azioni

Le iniziative volte a costituire mercati dedicati alle piccole e medie imprese sono risultate nel tempo numerose. Fino al 1977 la normativa in materia di borsa prevedeva unicamente il mercato ufficiale delle borse valori, peraltro dislocate presso dieci principali capoluoghi di regione. Accanto a tale sistema di negoziazione era, tuttavia, ammessa una contrattazione privata al di fuori dalla borsa sia per titoli quotati al mercato ufficiale sia per quelli non quotati. Di fatto, era consentito un "*mercantino*" nel quale operavano agenti di cambio e banche soprattutto per titoli in attesa di essere ammessi alla quotazione ufficiale. Dopo sentenze della Corte di Cassazione in merito al divieto per gli agenti di cambio di partecipare alle riunioni del *mercantino*, con la legge n. 49/1977, furono introdotte norme per la quotazione e la negoziazione di strumenti finanziari non idonei per essere ammessi alla borsa ufficiale (anche in considerazione di particolari clausole di prelazione e gradimento), istituendo formalmente il *Mercato Ristretto*. Per un certo periodo è rimasto comunque attivo il cosiddetto "*Terzo Mercato*" per i titoli non ammessi alla negoziazione nelle piattaforme ufficialmente riconosciute.

La competenza ai fini della disciplina e funzionamento del Mercato Ristretto venne attribuita alla Consob. Il mercato Ristretto doveva rappresentare l'anticamera per il mercato principale, garantendo un processo di acclimatazione per le società che per la prima volta si affacciavano in borsa. Di fatto era un mercato nel quale venivano scambiati titoli azionari di società che non avevano i requisiti per essere quotate nel mercato primario. Erano accettate società con un flottante di almeno il 10% del capitale, ma il limitato volume di scambi ha portato fino a luglio del 1994 a preferire l'utilizzo di una contrattazione ad asta periodica. Successivamente, le contrattazioni sono confluite in un unico sistema telematico a contrattazione continua. Il mercato ristretto ha quindi assunto, sin dall'inizio, una struttura di contrattazione simile a quella del mercato principale, ma semplificata. Il numero di società quotate nel mercato ristretto, inizialmente in crescita, si è progressivamente ridotto nel corso degli ultimi anni di funzionamento. L'inizio dell'attività del mercato ha visto il listino incentrato pressoché esclusivamente su valori bancari (16 su 17). Successivamente ha assunto una struttura più composita con l'inserimento di titoli di società industriali, finanziarie e assicurative. Con il tempo è divenuto, tuttavia, un comparto specializzato quasi esclusivamente negli scambi di titoli di Banche Popolari con flussi di compravendita del tutto insufficienti a garantire un livello liquidità elevato per le azioni oggetto di quotazione.

Prima dell'emanazione del Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998), sono state avviate diverse iniziative volte a costituire piattaforme di negoziazione per le PMI, anche nella forma di c.d. "mercati locali"; per tutte può citarsi la "*Rete Nazionale di Mercati Mobiliari Italiani*" promossa nel 1989 da un gruppo di lavoro coordinato dall'Istituto "A. Lorenzetti"

dell'Università Bocconi. Tali progetti si fondavano essenzialmente su: innovative forme di microstruttura per assicurare la liquidità (sistema telematico, presenza di *market maker*), forme di regolamentazione snella per l'accesso e la permanenza basate sull'autodisciplina (da parte delle Associazioni degli intermediari), l'iniziativa delle stesse associazioni al fine di mantenere elevata la qualità delle società negoziate e, di norma, l'intervento di uno sponsor finanziario capace di supportare l'azienda prima, durante e dopo l'inclusione nel circuito di scambi. Tutte le citate iniziative, pur individuando universi più o meno ricchi di società potenzialmente idonee ad essere negoziate, non hanno raggiunto l'obiettivo prefigurato.

A seguito dell'attribuzione, ai sensi del decreto Eurosim (1996) e quindi del Tuf (1998), a società di gestione dei mercati, di natura privata, della disciplina delle piattaforme di negoziazione regolamentate, Borsa Italiana è stata molto attiva nella creazione di modelli di mercato che avrebbero potuto esercitare maggiore attrazione, rispetto al mercato ufficiale, nei confronti di società di non elevata dimensione ovvero caratterizzate da una particolare attività di impresa. È stata quindi rimodulata la disciplina del Mercato Ristretto, prevedendo una più incisiva differenziazione dal MTA per quanto concerne il livello minimo di informazione iniziale, la dimensione, il flottante e i requisiti di gestione. Le negoziazioni, in particolare, avevano luogo, per esigenze di semplificazione motivate dalla contenuta liquidità dei titoli in esso trattati, con la sola modalità dell'*asta di apertura*. Come detto, tuttavia, il Mercato Ristretto continuava a presentare poca diversificazione settoriale e un numero limitato di società quotate. Era condivisa l'idea che tale mercato avesse tradito le aspettative di apertura del legislatore.

Con il Tuf è stata anche introdotta la disciplina delle società con titoli diffusi in misura rilevante. Tale nuovo regime, basato essenzialmente su adempimenti informativi, di certificazione di bilancio e di *governance*, ha riguardato le società che facevano comunque ricorso al mercato del capitale di rischio, tramite qualsiasi forma di collocamento, ed aveva l'obiettivo di ridurre il gap tra le società chiuse e quelle aperte quotate, al fine di incentivare l'ammissione alle negoziazioni delle prime. L'elenco degli emittenti azioni diffuse mai superiore alle 170 unità, oggi conta 88 emittenti in prevalenza istituti bancari a carattere locale.

Nel 2003 il *Mercato ristretto* è stato ridenominato in "*Mercato Expandi*", rivolto alle piccole imprese operanti in settori tradizionali con posizioni consolidate nei mercati di riferimento, che presentassero un *track record* di risultati economico-finanziari positivi. Tra le modifiche più rilevanti: le nuove condizioni di ammissione sul mercato. Il Mercato Expandi aveva come principale obiettivo quello di affiancare ai mercati regolamentati una piattaforma adatta alle esigenze di finanziamento di strutture organizzative non complesse e poco articolate. Il progetto rispondeva all'esigenza, manifestata dai partecipanti al mercato, di consentire la quotazione delle imprese che, pur non soddisfacendo i requisiti per il mercato regolamentato, si connotassero per posizioni consolidate nei mercati di

riferimento e sequenza di risultati economico-finanziari positivi. L'iniziativa era in linea con le esperienze internazionali dei "secondi mercati regolamentati" (fra gli altri, il Second Marchè in Francia, l'Aim in UK e il Geregelter in Germania). Caratterizzava il mercato la presenza del *Listing Partner* che accompagnava la società sul mercato, curava il collocamento delle azioni e verificava la sussistenza dei relativi criteri di selezione ed effettuava le attività di *due diligence* e di firma del prospetto informativo, forniva le attestazioni verso Borsa Italiana e, più in generale, si assumeva la responsabilità reputazionale nei confronti del mercato. Anche tale piattaforma, passata da 11 società del 2003 alle 43 del 2008, non ha avuto, tuttavia, il successo sperato. Il mercato Expandi termina la sua attività il 22 giugno 2009 e le società ivi quotate sono trasferite sul MTA .

Nel mese di giugno del 1999 ha iniziato a operare il *Nuovo Mercato* riservato alle imprese operanti in settori ad alta tecnologia, quali internet, e-commerce, telecomunicazioni, biotecnologie con elevate potenzialità di crescita, oppure in settori tradizionali ma caratterizzate da particolari innovazioni di prodotto-processo. Il Nuovo Mercato si rivolgeva in particolare a società giovani con fabbisogni legati a un progetto di crescita ovvero società nuove gestite da manager fondatori in cerca di *partnership* per innovativi programmi di sviluppo. Tale piattaforma era caratterizzata da ridotti requisiti di ingresso (patrimonio netto minimo di 1,5 milioni di euro) un adeguato flottante (almeno il 20%) ma inferiore a quello richiesto dal MTA.

Tale mercato ha conosciuto un soddisfacente avvio. Nel corso del primo anno sono state ammesse a quotazione 6 società, che hanno raccolto 227 milioni di euro. La capitalizzazione complessiva del Nuovo Mercato a fine 1999 ha raggiunto i 7 miliardi di euro. Anche i quattro anni successivi ha visto un ragguardevole sviluppo arrivando a contare un massimo di 44 società. Poi con l'esplosione della bolla della "*new economy*" non ha più suscitato sufficiente attrazione. Nel 2005 il Nuovo Mercato è stato ridenominato nel mercato "*MTAX*" e risegmentato secondo un criterio perfettamente peculiare a quello del MTA. Le principali novità hanno riguardato: la modifica della soglia minima di capitalizzazione, elevata a 40 milioni di euro, e l'introduzione del risultato ordinario positivo come requisito di ammissione a Star per gli emittenti già quotati in segmenti diversi. Nel mese di dicembre 2006 Borsa Italiana ha previsto quindi l'accorpamento del mercato MTAX nel MTA.

A partire dal 17 settembre 2007 ha iniziato ad operare il "*Mercato alternativo del Capitale*" (Mac). Tale sistema di negoziazione era rivolto alle PMI e riservato agli investitori professionali. La struttura corrispondeva ad un Sistema di Scambi Organizzati promossa da un gruppo di banche. L'obiettivo dell'iniziativa era quello di attrarre sul mercato dei capitali di rischio imprese di piccole o piccolissime dimensioni tramite criteri di ammissione semplificati, ridotti costi di ingresso e veloci tempi di quotazione rispetto agli altri mercati e minimi obblighi informativi. Al fine di coadiuvare le società interessate era prevista la presenza di uno *sponsor* (Banca o SIM) che affiancava l'impresa

durante la quotazione e di uno *specialist* che seguiva le negoziazioni, assicurando liquidità alle azioni e presentando la società agli investitori. Il numero delle società ammesse è risultato limitato, passando da un minimo di 3 emittenti nel 2007 a un massimo di 11 nel 2011. Il 30 marzo 2012 il Mac ha cessato di operare come piattaforma autonoma.

Il 1° dicembre 2008 è partito quindi **"Aim Italia"**, in linea con l'analoga esperienza registrata nel Regno Unito. Nella forma di MTF tale sistema si rivolge alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita e il regolamento di organizzazione e funzionamento non è soggetto all'approvazione da parte della Consob. Per accedere al mercato non è prevista una capitalizzazione minima ma è necessario un flottante di almeno il 10%. È prevista la predisposizione di un sintetico documento di ammissione. Sull'AIM a fine 2011 risultavano listate 15 società. A partire dall'inizio di marzo 2012 AIM Italia e MAC si fondono dando vita al nuovo MTF **"AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale"**. Tale sistema intende rafforzare la capacità di attrazione nei confronti delle PMI prevedendo equilibrati requisiti di ingresso e permanenza, comunque idonei a garantire la tutela degli investitori. Attualmente su tale piattaforma sono presenti 27 emittenti.

Tra le varie iniziative degli ultimi anni per la negoziazioni di strumenti azionari, si può anche citare il sistema multilaterale di negoziazione gestito da Hi-Mtf Sim s.p.a., di origine bancaria, che, tramite un meccanismo *"order driven"*, negozia, tra l'altro, talune azioni diffuse.

In generale, tutte le piattaforme di negoziazione sopra richiamate hanno fatto registrare, in relazione ai titoli in esse ammessi, una prima fase di scambi caratterizzata da un certo interesse da parte degli investitori, con effetti variabilmente positivi sul grado di liquidità del mercato. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, riferibili alle iniziative oggi non più operative, non è stato possibile mantenere nel tempo un adeguato flusso di ordini idoneo ad assicurare condizioni di corretto funzionamento del mercato, con effetti negativi sul processo di formazione dei prezzi e quindi di appropriata valutazione delle società emittenti le azioni oggetto di compravendita.

L'evoluzione delle piattaforme di mercato e dei relativi segmenti sopra descritta evidenzia comunque l'impegno degli *"operatori di mercato"* nazionali ai fini dell'individuazione di soluzioni innovative, sia di microstruttura sia in tema di requisiti e adempimenti, indirizzate ad incentivare l'apertura al mercato dei capitali di rischio da parte delle PMI domestiche. I limitati risultati raggiunti, in tale ambito, soprattutto in termini di numero delle società ammesse a quotazione, evidenziano, tuttavia, che le innovazioni della struttura dei mercati, per quanto tecnicamente efficienti, non sono anche in questo caso di per sé sufficienti a innescare e sostenere la crescita del mercato finanziario. La realizzazione di tale obiettivo impone, pertanto, l'individuazione di concorrenti iniziative, congiuntamente promosse da parte di tutti i partecipanti al mercato, volte più direttamente a sviluppare sia l'offerta sia la domanda di azioni.

1 Imprese beneficiarie delle misure previste nel Mdl

Tenuto conto che per le società di ridottissima dimensione l'apertura al mercato dei capitali di rischio rappresenta una sfida eccessivamente impegnativa, il progetto è prevalentemente rivolto a imprese di medie dimensioni alla ricerca di appropriate risorse finanziarie ai fini del supporto di programmi di sviluppo, organico e/o per via esterna, necessari per mantenere il passo con l'evoluzione competitiva conseguente alla globalizzazione dei mercati.

Sebbene in linea generale l'apertura al mercato sia auspicata per tutte le società che costituiscono il tessuto imprenditoriale nazionale, taluni interventi del progetto si rivolgono tuttavia ad un universo di imprese caratterizzate da un livello massimo di fatturato. Per altro verso, nell'individuare un target di emittenti di qualità non è stato seguito, ad eccezione dell'attività di *education*, un approccio strettamente basato su criteri quantitativi di profittabilità, equilibrio finanziario e crescita, in quanto tale strumento è apparso inadeguato al fine di raggiungere gli obiettivi del programma in ragione della diversità dei settori merceologici interessati e, nell'ambito degli stessi, delle specificità dei piani di sviluppo delle singole società. Si ritiene peraltro che sia nell'interesse del mercato che l'ammissione alle negoziazioni possa contribuire alla crescita strutturale delle imprese, agendo in tal modo come volano per la crescita economica aggregata. Fatte salve le legittime esigenze di liquidazione dei patrimoni personali dei soci, è pertanto opportuno che la richiesta di quotazione avvenga di norma a seguito di un'offerta al pubblico caratterizzata da una quota significativa di titoli di nuova emissione, offerti in sottoscrizione, al fine di raccogliere i capitali necessari per finanziare lo sviluppo imprenditoriale delle società interessate.

Sulla base di analisi condotte in relazione alle caratteristiche delle medie imprese italiane, il gruppo di lavoro ha individuato requisiti dimensionali per l'accesso al progetto, che indicativamente fanno riferimento a un fatturato compreso tra 20 e 300 milioni di euro per le società chiuse potenzialmente interessate alla quotazione e una capitalizzazione fino a 500 milioni per le società quotande o quotate. In merito alla ripartizione tra Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV) è stata indicativamente prevista la necessità che l'OPS sia pari almeno al 30% del totale collocato.

Riquadro 2 - Misure del Memorandum (articolo 2)

Imprese beneficiarie

Le iniziative contenute nel Programma, si rivolgono a società di **media dimensione**. In particolare, tenuto conto delle diverse finalità delle iniziative individuate dal Memorandum, sono considerate le seguenti imprese:

- a) le società chiuse il cui fatturato risulti, nell'ultimo esercizio, **compreso tra i 20 milioni e i 300 milioni di euro**;
- b) le società quotate o quotate, in un mercato regolamentato o in un MTF, la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia **inferiore ai 500 milioni di euro**; per le società quotate è richiesta l'intenzione di realizzare un'offerta sul mercato primario sulla base di un'equa proporzione tra **Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS)** e **Offerta Pubblica di Vendita (OPV)**, che preveda la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato.

2 Misure di incentivazione alla quotazione previste dal Mdl

2.1 Attività di *education e scouting*

Gli operatori del sistema finanziario, ed in particolar modo Borsa Italiana, sono da tempo attivi nello *scouting* di società quotabili e nella promozione della cultura dell'*equity* presso le PMI Italiane. Tra le principali attività in tale ambito, si citano:

- la creazione e aggiornamento da parte di Borsa Italiana di uno specifico database ("DB GEO") in cui vengono individuate le società cosiddette potenzialmente quotabili, anche sulla base di un *rating* sintetico di quotabilità sviluppato in collaborazione con Cerved (dal 2011);
- incontri individuali effettuati dal *team Primary Markets* di Borsa Italiana su tutto il territorio italiano con le società selezionate dal DB GEO o da altre fonti informative, che abbiano dimostrato interesse verso la quotazione;
- la creazione da parte di Borsa Italiana di un *network di Partnership* con i principali operatori di mercato (*Partner Equity Markets*: 18 intermediari finanziari, 38 società di consulenza, 13 studi legali, 5 società di comunicazione) con finalità di promozione culturale, divulgazione informativa e supporto ad attività di marketing sul territorio;

- facilitazione da parte di Borsa Italiana di incontri tra le società interessate e gli *advisor* specializzati in tematiche inerenti alla quotazione appartenenti al network di *Partnership* di Borsa Italiana (*beauty contest*);
- la stipula, da parte di Borsa Italiana, di 6 convenzioni (cosiddette "*Equity Alliances*"⁴) con le principali associazioni di categoria, sempre con l'obiettivo di diffondere la cultura della quotazione;
- il lancio, da parte di Borsa Italiana, del progetto ELITE, ideato come percorso finalizzato ad aggregare imprese che abbiano *track-record* positivi e credibili progetti di crescita, per facilitarne il cambiamento culturale, organizzativo e manageriale in ultima analisi agevolandone la quotazione⁵.

Si ritiene che in tale ambito si possano individuare ulteriori attività volte a promuovere la scelta di apertura al mercato dei capitali così da colmare il deficit culturale che caratterizza il tessuto imprenditoriale nazionale.

Gli interventi in questo ambito sono destinati alle società chiuse il cui fatturato risulti, nell'ultimo esercizio, compreso tra i 20 milioni e i 300 milioni di euro. Le attività dovrebbero essere, in particolare, prioritariamente destinate alle società potenzialmente quotabili che manifestino un'adeguata qualità. Tale caratteristica dovrebbe essere riconosciuta sulla base di variabili economico-finanziarie, quali, ad esempio, il rapporto tra EBITDA e fatturato come indicatore di redditività, una tendenziale crescita dell'EBITDA e un indicatore di indebitamento contenuto indicato dal rapporto tra indebitamento netto e EBITDA. A titolo indicativo potrebbero essere tenuti in considerazione i seguenti valori:

- EBITDA ultimo anno /fatturato >10%;
- EBITDA ultimo anno >10%;
- indebitamento finanziario netto/EBITDA ultimo anno <4x.

⁴ In particolare tali convenzioni sono state siglate con Confindustria, ABI, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, ANDAF, AIFI, Università Bocconi.

⁵ Il percorso Elite si snoda lungo tre distinti momenti: *i)* una prima fase di formazione che punta a stimolare il cambiamento culturale necessario per sostenere la crescita nel lungo periodo, tra cui l'accesso a capitale di terzi e punta a definire le *best practice* in tema di *governance*, controllo di gestione, pianificazione strategica, comunicazione finanziaria; *ii)* una seconda fase che prevede un percorso personalizzato, in cui Borsa Italiana, insieme ad un team di esperti, valuterà le aree di miglioramento e supporterà l'azienda nell'implementazione di standard più elevati (al termine di questa fase che prevede l'ottenimento del Certificato ELITE la struttura organizzativa e manageriale sarà simile a quella di una società quotata); *iii)* una terza fase, che viene attivata fin dall'ingresso in ELITE, in cui la società viene a contatto con diverse opportunità: visibilità (su web e media), accesso a imprenditori e ai manager delle società quotate, ai *Partner Equity Markets*, ai *Private Equity*, a investitori istituzionali "di mercato" e ai *partner* istituzionali di ELITE (al momento Mef, Fondo Italiano di Investimento, Simest).

Le attività di *education* e *scouting* inoltre potrebbero essere canalizzate, in via prioritaria, nei confronti di società che appartengano a determinati settori industriali caratterizzati da elevata innovazione e/o specificità domestica (biotecnologie, energie rinnovabili, *agri-food* di qualità, moda, *smart building*).

Tra le possibili attività in tema di *education* e *scouting* si possono elencare le iniziative di seguito descritte.

Riquadro 3 – Misure del Memorandum (articolo 3)

Attività di *education*

1. Consob partecipa attivamente al progetto Elite, svolgendo attività formativa alle imprese all'interno di una specifica sessione formativa dedicata alla regolamentazione dei mercati finanziari, con particolare riguardo alla fase di ammissione alle negoziazioni, e ai relativi adempimenti amministrativi derivanti dalla quotazione. In tale ambito, le società avrebbero la possibilità di accedere a una specifica sessione gestita dalla Consob finalizzata alla comprensione delle corrette modalità di redazione del Prospetto.
2. Consob ove una società "Elite" abbia avviato un processo finalizzato alla quotazione, attiva la fase di interlocuzione di *pre-filing* prevista dalla vigente regolamentazione nell'ambito della procedura di approvazione del prospetto.
3. Consob avvia il procedimento volto alla definizione, nel rispetto della relativa disciplina e previo espletamento ove necessario di una pubblica consultazione, di eventuali linee guida operative di ausilio agli operatori nella redazione dei prospetti e, in coordinamento con Borsa Italiana e altri partecipanti al Programma, predispone una guida operativa che renda di più immediata comprensione il panorama degli adempimenti *post IPO*.
4. Confindustria, tramite il coinvolgimento delle associazioni del "sistema Confindustria" organizza, almeno con cadenza infrannuale, incontri tra rappresentanti del Programma e una selezionata platea di società aventi le caratteristiche descritte all'articolo 2 del Memorandum (si veda anche il paragrafo 1 della Parte III) e individuate da Borsa Italiana con riferimento alla specifica area geografica. La Consob ha facoltà di partecipare a tali incontri per le finalità indicate al comma 1.

Attività di *scouting*

5. ABI, ASSOSIM, AIFI, Confindustria, Borsa Italiana e ASSIREVI, al fine di promuovere la cultura dell'*equity*, promuovono (o potenziano, ove già esistenti), anche tramite il coinvolgimento dei propri associati/*partner*, la costituzione di *partnership* finalizzate all'attività di *scouting* delle PMI, selezionate sulla base di criteri indicati al paragrafo 1, lett. a), e *co-marketing* dei servizi offerti nei confronti delle medesime imprese. Ciò potrà essere realizzato anche integrando i profili di accordi già esistenti. I medesimi accordi potranno essere sottoscritti anche da altre istituzioni/associazioni.

Gli interventi includono almeno:

- a) la costituzione (o il potenziamento ove già esistente), se possibile anche a livello di sede periferica, di *desk* operativi specializzati nella consulenza alle PMI con riferimento alle modalità di apertura al mercato dei capitali;
 - b) l'arricchimento del materiale informativo esistente contenente sintetiche ed efficaci descrizioni dei benefici derivanti dalla quotazione in borsa (o, secondariamente, dall'apertura del capitale attraverso l'investimento di operatori *private equity*);
 - c) accordi di collaborazione con professionisti operanti a livello locale (legali, consulenti aziendali ecc.), al fine di incentivare tali figure a rappresentare alle imprese da esse assistite il migliore percorso da seguire per accedere al mercato anche tramite attività di coinvolgimento e formazione, anche ampliando gli accordi previsti dal programma di *Partnership Equity Market* di Borsa Italiana.
6. Borsa Italiana e ABI, anche tramite il coinvolgimento dei propri associati, promuovono a livello territoriale la diffusione dell'iniziativa "*IPO Bank facility*" (avviata a giugno del 2011), al fine di incentivare la quotazione di PMI, tramite la disponibilità, ove ne sussistano le condizioni, di linee di credito a medio lungo termine aggiuntive a favore delle imprese quotande o neoquotate.
 7. La finestra web (di cui alla Parte I, paragrafo 3) offre visibilità all'iniziativa oggetto del presente Programma dando evidenza al percorso di avvicinamento ai mercati, ai requisiti per accedere alle agevolazioni e alle istituzioni che vi partecipano.
 8. ABI, ASSOSIM, AIFI, Confindustria e ASSIREVI offrono la propria disponibilità per meglio consolidare il progetto Elite quale strumento di visibilità e accreditamento delle eccellenze imprenditoriali presso la comunità finanziaria. Sarà cura di Borsa Italiana integrare gli accordi già in essere con le singole istituzioni al fine di ricomprendere strumenti di attrazione e valorizzazione per le società Elite.

2.2 Servizi di consulenza e assistenza nel processo di *listing*

Analisi di settore hanno evidenziato una limitata presenza di intermediari finanziari specializzati a supportare le PMI in un percorso di crescita orientato al mercato dei capitali. La ridotta presenza di investitori specializzati nelle *small caps* ha importanti ricadute sulla domanda (scarsa) di titoli in fase di IPO e sul sostegno della liquidità (limitata) sul mercato secondario.

La scelta di quotarsi comporta inoltre per un emittente molteplici implicazioni e richiede un'attenta valutazione dei benefici e dei relativi costi, di tutti gli aspetti del processo di quotazione nonché dei relativi effetti sulla gestione aziendale in termini di assetto azionario, manageriale e organizzativo.

Più in particolare, si osserva che il processo di ammissione a quotazione comporta una serie di attività preparatorie dirette a realizzare specifiche condizioni organizzative dell'azienda e a valutare le prospettive economico-finanziarie della società, al fine di determinare un assetto compatibile con il nuovo ambito. In funzione di tali obiettivi, le società quotande si avvalgono, nella fase di preparazione alla quotazione, dei servizi forniti da diversi soggetti che prestano assistenza nel corso del processo di ammissione. Il numero e il coinvolgimento di tali soggetti nonché i relativi costi dipendono dalla struttura dell'operazione, dalle esigenze della società, dal grado di complessità dell'azienda, dal settore di attività, dagli obiettivi della quotazione nonché dalla necessità di procedere a riorganizzazioni preliminari all'ingresso dell'emittente nel mercato finanziario.

Da ricerche effettuate dalla Consob con riferimento alle più recenti IPO si sono evidenziate indicazioni di costo compreso tra:

- 0,6 milioni e 8 milioni di euro per le spese organizzative e di documentazione;
- l'1,8% e il 4,5% del controvalore dell'offerta per quanto concerne i servizi di collocamento.

Al fine di ridurre il grado di incertezza - spesso lamentato dalle imprese interessate alla quotazione - in merito ai costi di quotazione, il gruppo di lavoro ha ritenuto opportuno individuare una puntuale lista di servizi in relazione ai quali gli intermediari, le società di consulenza, le società di revisione e gli studi legali, che aderiscono al progetto, possano formulare apposite offerte. La trasparenza che si intende assicurare in merito al contenuto del servizio, alle modalità di *engagement* e, per quanto possibile, ai relativi costi potranno consentire agli emittenti di preventivare in modo più preciso gli impegni e gli oneri per accedere al mercato.

In relazione all'attività svolta dagli intermediari, tenuto conto della tipologia di servizio svolto, la determinazione del costo dei servizi oggetto di offerta, tuttavia, può di norma intervenire soltanto con riferimento alla specifica operazione di quotazione. Ciò in quanto, generalmente,

l'intermediario tiene conto, nella formulazione dell'offerta dei propri servizi, di diversi elementi, che non tutti possono essere quantificabili in maniera astratta, standardizzata ed *ex-ante*. La definizione di una offerta di servizi di quotazione da parte di un intermediario si basa, generalmente, su:

- il profilo di *business* e finanziario dell'impresa quotanda e la stima dello sforzo distributivo necessario al completamento dell'operazione;
- i rapporti pregressi e futuri tra l'intermediario e l'impresa;
- la tipologia di servizi di quotazione richiesti.

Con riferimento alla specifica operazione di quotazione, l'intermediario può formulare pertanto un'offerta che tenga conto di tutte le variabili sopra indicate. A tale riguardo è prassi che le aziende quotande organizzino, per la selezione degli intermediari che le assisteranno alla quotazione, una procedura di confronto delle offerte di servizi di quotazione (c.d. "*beauty contest*"). È in questa sede che l'intermediario elabora e fornisce, se interessato, un'offerta articolata di servizi e un preventivo di costo, sulla base delle caratteristiche della specifica operazione di quotazione e dello specifico momento di mercato. La scelta dell'intermediario che assisterà alla quotazione è svolta dall'impresa quotanda, dunque, su base competitiva, in relazione alle specifiche offerte ricevute, nonché alla competenza e all'esperienza degli intermediari interpellati.

Per quanto concerne, inoltre, i costi dei servizi offerti in tale ambito dalle associate di ASSIREVI, l'individuazione di corrispettivi *standard* per categorie predefinite o praticati in operazioni analoghe non risulta realizzabile. Detti costi sono infatti strettamente correlati alla stima dei tempi necessari per lo svolgimento dell'attività e al livello professionale dei componenti del gruppo di lavoro assegnato agli incarichi, fattori che dipendono dai seguenti elementi:

- la dimensione della società quotanda e del gruppo ad essa facente capo;
- le caratteristiche dell'attività della società quotanda e della struttura organizzativa della medesima, con particolare riferimento al sistema di controllo interno, ivi incluso il sistema di controllo di gestione;
- il livello di collaborazione ottenibile dal personale della società in termini quantitativi e qualitativi, ivi inclusa la messa a disposizione della documentazione necessaria per lo svolgimento dell'attività.

Le informazioni relative agli elementi sopraelencati sono acquisite nel corso degli incontri preliminari con la società quotanda. Nelle ipotesi in cui alla medesima società di revisione siano assegnate, nel rispetto dei principi di indipendenza, più attività relative al *listing*, le sinergie e la maggiore efficienza conseguibili dallo svolgimento di più incarichi potrebbero determinare una riduzione dei tempi necessari per lo svolgimento delle singole attività diverse dalla revisione, con conseguenti riflessi sui corrispettivi complessivi.

La non chiara ripartizione dei compiti e delle relative responsabilità nell'ambito del processo di quotazione, può generare duplicazioni e incomprensioni tali da costituire fonte di inefficienze e quindi di costo. A tale riguardo appare utile che le associazioni di settore, al fine di standardizzare i rapporti tra le parti interessate (emittenti, membri del consorzio di collocamento, consulenti aziendali e legali, revisori ecc.), definiscano schemi di *engagement letter* e *comfort letter* che possano essere oggetto di preventiva condivisione tra gli operatori coinvolti.

A tale proposito gli interventi dovrebbero essere indirizzati nei confronti delle società chiuse il cui fatturato risulti, nell'ultimo esercizio, compreso tra i 20 milioni e i 300 milioni di euro. Le attività dovrebbero riguardare gli aspetti di seguito descritti.

Riquadro 4 - Misure del Memorandum (articolo 3)

Servizi di *listing*

9. ABI, ASSOSIM e ASSIREVI promuovono l'adesione all'accordo programmatico assunto tramite il presente Memorandum da parte delle proprie associate, ai fini della definizione, da parte di queste ultime, di offerte di servizi connessi alla quotazione dedicati alle PMI, che presentino le caratteristiche indicate al paragrafo 1, anche differenziando le proposte sulla base dei diversi segmenti di mercato e delle tipologie di emittenti.
10. I servizi oggetto di dette offerte nell'ambito delle materie di competenza degli associati di ABI e ASSOSIM possono riguardare:
 - a) la realizzazione dello studio di fattibilità dell'operazione di ammissione a quotazione;
 - b) lo svolgimento dell'attività di *due diligence*;
 - c) la gestione dei rapporti tra l'emittente, la società di gestione del mercato e l'Autorità di vigilanza;
 - d) i servizi di *global coordinator*, *lead manager*, *underwriter* e *bookrunner* per l'offerta istituzionale e pubblica;
 - e) le attività di *sponsor* per la quotazione su MTA (compreso il rilascio delle dichiarazioni previste dal Regolamento di Borsa Italiana) e di Nomad per la quotazione su AIM Italia.

L'offerta di servizi include, tra l'altro l'indicazione:

- i.* delle attività oggetto delle offerte dedicate;
- ii.* ove ritenuto utile dal soggetto che predispone l'offerta di servizi, degli elementi qualitativi considerati nella determinazione del costo dei servizi oggetto di offerta;
- iii.* del costo complessivo sostenuto dalle imprese per operazioni recenti analoghe per le quali è stata prestata assistenza, con evidenza, per quanto possibile, della quota di costo relativa ai servizi svolti;

- iv. di eventuali prezzi agevolati che l'operatore interessato può formulare, a propria discrezione, per i servizi oggetto di offerta;
- v. della disponibilità a presentare offerte di servizi e i relativi costi, partecipando, qualora di interesse, ad appositi *beauty contest*, organizzati dall'impresa interessata.

11. I servizi oggetto delle offerte indicate al paragrafo 9 nell'ambito delle materie di competenza degli associati di ASSIREVI possono riguardare:

- a) la predisposizione di *comfort letter* sui dati finanziari inseriti nel prospetto;
- b) l'assistenza nella fase di transizione ai principi contabili IFRS e revisione dei relativi bilanci;
- c) l'assistenza per la redazione di eventuali bilanci pro-forma;
- d) la verifica di eventuali bilanci pro-forma, ove il soggetto incaricato di tale attività non abbia assistito la società nella redazione degli stessi dati finanziari.

L'offerta di servizi include, tra l'altro l'indicazione:

- i. delle attività oggetto delle offerte dedicate;
- ii. degli elementi qualitativi considerati nella determinazione del costo dei servizi oggetto di offerta;
- iii. della disponibilità a presentare offerte di servizi e i relativi costi, partecipando, qualora di interesse, ad appositi *beauty contest*, organizzati dall'impresa interessata.

12. Borsa Italiana, ABI, ASSOSIM e ASSIREVI sollecitano, ove possibile, tramite la promozione degli obiettivi del presente Memorandum nei confronti delle rispettive associazioni di categoria, società di consulenza aziendale e studi legali ad aderire al Programma e a formulare offerte dedicate di servizi connessi alla quotazione delle PMI su MTA e AIM Italia per quanto concerne:

- a) la predisposizione del prospetto di offerta / quotazione / *offering circular* / documento di ammissione;
- b) la predisposizione della documentazione necessaria per il *filing* della domanda di ammissione alla società di gestione del mercato (*business plan*, *Qmat*, Memorandum sul SCG, rilascio della dichiarazione sul SCG allo sponsor, *working capital statement*);
- c) assistenza alla definizione dell'organizzazione societaria necessaria ai fini del *listing* (statuto, *governance*, D.lgs. 231/01, L. 262/05, procedure di comunicazione ecc.);

Le sopra citate offerte dedicate di servizi includono gli elementi indicati al precedente comma 10 (da *i.* a *v.*) o al comma 11 (da *i.* a *iii.*), a seconda dei soggetti coinvolti e sono rese pubbliche tramite l'utilizzo dell'apposita finestra web indicata all'articolo 5 del Memorandum (si veda anche il paragrafo 3 della Parte I).

13. Nell'ambito della finestra web, indicata al paragrafo 3 della Parte I, è fornita una lista dei soggetti che aderiscono al Programma assicurando le seguenti informazioni e funzionalità:

- a. per i soggetti già *Partner Equity Markets* di Borsa Italiana, la finestra web indica almeno le seguenti informazioni:
 - i. denominazione del soggetto;
 - ii. tipologia dei servizi offerti nell'ambito dell'ammissione a quotazione;
 - iii. nominativo dei responsabili dei servizi prestati;
 - iv. descrizione degli incarichi ricevuti o del *track record* ritenuto significativo per servizi analoghi;
 - v. gli elementi indicati ai precedenti punti 2.2.2, i), ii), iii), iv) e v) o ai precedenti punti 2.2.3, i), ii) e iii), a seconda dei soggetti coinvolti;
- b) per i soggetti non *Partner Equity Markets*, la medesima finestra web dà evidenza della lista dei soggetti aderenti al Programma. Tali ultimi soggetti riportano in una sezione dedicata del proprio sito le informazioni indicate nella precedente lett. a). I partecipanti al Programma non assumono alcuna responsabilità in relazione alla verifica e all'attendibilità dei contenuti ivi indicati.

Nell'ambito della medesima finestra web sono riportate in via generale indicazioni in merito agli elementi qualitativi che sono di norma considerati dai vari soggetti che intervengono nel processo di quotazione ai fini della determinazione del costo dei servizi oggetto di offerta. Tali indicazioni sono formulate con l'ausilio delle associazioni di categoria dei soggetti che aderiscono al Programma.

14. Borsa Italiana, ABI, ASSOSIM e ASSIREVI promuovono la formulazione di schemi standard di *engagement letter* e *comfort letter* per quanto concerne i rapporti che intercorrono tra i soggetti interessati all'operazione di quotazione (emittenti, membri del consorzio di collocamento, consulenti aziendali e legali, società di revisione ecc.) al fine di definire una chiara ripartizione dei compiti tra le parti.

2.3 Strutturazione di un mercato per le PMI e servizi connessi alla permanenza alle negoziazioni

Come sopra osservato, i costi di quotazione sono frequentemente indicati quale rilevante fattore di ostacolo al ricorso al mercato azionario. Tra gli altri oneri sono stati richiamati, in particolare, gli elevati costi connessi alla permanenza sul listino. Lo *status* di emittente quotato nei mercati regolamentati comporta l'applicazione di un complesso di norme la cui

osservanza è particolarmente onerosa. Il tema è particolarmente rilevante per le PMI in quanto allo stato sono eccezionali i casi di graduazione degli adempimenti in funzione della dimensione degli emittenti.

I costi di permanenza a quotazione sono in generale connessi al mantenimento di una struttura organizzativa e al rispetto di specifici adempimenti in funzione del diverso *status* acquisito dalla società a seguito della quotazione. Tali oneri possono essere considerati:

- specifici, ove generati da nuove funzioni e adempimenti non previsti per le società di tipo chiuso (*Investor Relations Manager*, amministratori indipendenti, redazione della relazione finanziaria semestrale, etc.);
- non specifici, nel caso in cui siano relativi a funzioni e adempimenti comuni, ma caratterizzati da un diverso grado di complessità in seguito all'ammissione alle negoziazioni. Di conseguenza, tali oneri possono essere solo stimati attraverso la spesa incrementale, indotta dalla quotazione, associata a tali attività non specifiche.

Recenti studi⁶ indicano che i costi annuali relativi allo *status* di quotata si collocherebbero in un *range* compreso tra un minimo di 135.000 e un massimo di 3.150.000 euro. Il rapporto tra i costi totali e la capitalizzazione varierebbe, quindi, tra un minimo dello 0,00825% ad un massimo del 2,9944%. Lo studio citato rappresenta per i costi di permanenza, relativi allo *status* di quotata, la seguente composizione media percentuale:

Costi relativi allo *status* di quotata

	Media percentuale
Costi annuali di <i>listing</i>	10,58%
Altri costi pagati a Borsa	2,62%
Costi pagati all'autorità	7,71%
<i>Investor relation</i>	32,82%
Costi legali	19,30%
<i>Roadshows</i>	9,07%
Annunci stampa obbligatori	11,83%
Costi di custodia	8,06%

Fonte: "An assessment of the quality of listing services: the Italian case", Egea, gennaio 2011.

Al fine di offrire incentivi che possano favorire l'apertura al mercato dei capitali da parte delle medie imprese italiane si ritiene opportuno che gli operatori del mercato stabiliscano delle offerte dedicate di servizi da offrire

⁶ Cfr.: "An Assessment of quality listing services: the Italian case" in "Trends in the European Securities Industry" Emittenti Titoli – Egea gennaio 2011.

alla società quotate tali da ridurre i tipici freni relativi alla richiesta di ammissione alle negoziazioni.

A tale riguardo con riferimento, in particolare, ai costi dei servizi offerti dagli intermediari e dalle associate di ASSIREVI, sono da considerare valide le medesime considerazioni riportate nel precedente paragrafo 2.2 per i servizi di *listing*, a proposito della irrealizzabile predeterminazione dei relativi corrispettivi.

Come sopra già evidenziato, in Italia, in linea con altre esperienze estere, sono stati nel tempo realizzati diversi interventi volti a costituire piattaforme di negoziazione dedicate alle PMI (nella forma sia di mercati regolamentati sia di MTF). Al riguardo si è anche rilevato che la definizione di strutture appositamente dedicate alle PMI, sebbene, da un lato, offra migliore visibilità alle società in esse trattate, dall'altro, non è di per sé un motivo di incentivazione alla quotazione. È possibile tuttavia ritenere che la creazione di un'area dedicata a società per le quali sono previste forme di agevolazione dalla normativa (legge/regolamenti), anche secondo la formula dell'*opting-out*, possa rappresentare un'efficace forma di articolazione delle piattaforme tale da consentire una migliore evidenziazione, nei confronti degli emittenti, delle opportunità concesse e di segnalazione agli investitori del livello di adempimenti ai quali sono tenute le società in esse negoziate.

Si rileva infine che il flusso di risorse verso le società ammesse a quotazione è influenzato in modo elevato dal livello di copertura che gli analisti finanziari dedicano agli emittenti e ai loro strumenti finanziari. L'attività di selezione delle informazioni, confronto settoriale e stima dell'evoluzione futura, realizzata tramite le ricerche, rappresenta un fattore determinante per lo sviluppo del mercato mobiliare. Si ritiene pertanto necessario potenziare tale settore di attività tramite appropriate forme di incentivazione.

Gli interventi previsti in tale paragrafo dovrebbero riguardare le imprese di media dimensione e in particolare le società quotande o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro. In tale ambito, inoltre, si ritiene opportuno favorire le quotazioni realizzate a seguito di un'offerta al pubblico caratterizzata da una quota significativa di titoli di nuova emissione. Appare pertanto necessario richiedere che l'intenzione di realizzare un'offerta sul mercato primario si basi su un'equa proporzione tra Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV), che preveda la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato.

Riquadro 5 – Misure del Memorandum (articolo 3)

Strutturazione del mercato per le PMI e servizi *post* IPO

15. Borsa Italiana, nel rispetto della relativa disciplina, elabora un programma volto alla realizzazione di un'area di mercato dedicata alle PMI neoquotate che abbiano conseguito il certificato "Elite" ovvero concluso favorevolmente un processo di formazione/organizzazione aziendale analogo, approvato da Borsa Italiana.

Tale area di mercato potrà:
 - accogliere le società che beneficeranno di eventuali "*grace period*" previsti dalla applicabile normativa;
 - essere caratterizzata da una procedura di ammissione semplificata nei contenuti e nei tempi.
16. Le attività indicate nei commi da 17 a 25 sono svolte nei confronti delle società quotande o quotate che presentino le caratteristiche indicate all'articolo 2, comma 1, lett. b) del Memorandum.
17. In relazione ai citati emittenti, Consob valuterà, nel rispetto della relativa disciplina, l'eventuale introduzione di regimi contributivi agevolati anche in ordine a possibili:
 - esenzioni del contributo di vigilanza sulla sollecitazione all'investimento;
 - esenzioni temporanee del contributo di vigilanza per gli emittenti che abbiano azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani.
18. In relazione ai citati emittenti, Borsa Italiana intende applicare tariffe agevolate in merito alla tariffa di ammissione alle negoziazioni. Borsa Italiana valuterà inoltre l'eventuale applicazione di tariffe agevolate anche in relazione alla tariffa annuale di permanenza a quotazione.
19. ABI, ASSOSIM e ASSIREVI promuovono l'adesione all'accordo programmatico assunto tramite il presente Memorandum da parte delle proprie associate, ai fini della definizione, da parte di queste ultime, di offerte di servizi connessi alla permanenza alle negoziazioni, anche differenziando le proposte sulla base dei diversi segmenti di mercato e delle tipologie dei citati emittenti.
- 20.1. I servizi oggetto di dette offerte nell'ambito delle materie di competenza degli associati di ABI e ASSOSIM possono riguardare:
 - a) l'assistenza per l'organizzazione di *roadshow*;
 - b) la produzione di analisi finanziarie sugli emittenti;
 - c) l'assistenza per l'attività di *liquidity-providing*.

L'offerta di servizi include, tra l'altro l'indicazione:

- i.* delle attività oggetto delle offerte dedicate;
- ii.* ove ritenuto utile dal soggetto che predispone l'offerta di servizi, degli elementi qualitativi considerati nella determinazione del costo dei servizi oggetto di offerta;
- iii.* del costo complessivo sostenuto dalle imprese per operazioni recenti analoghe per le quali è stata prestata assistenza, con evidenza, per quanto possibile, della quota di costo relativa ai servizi svolti;
- iv.* di eventuali prezzi agevolati che l'operatore interessato può formulare, a propria discrezione, per i servizi oggetto di offerta;
- v.* della disponibilità a presentare offerte di servizi e i relativi costi, partecipando, qualora di interesse, ad appositi *beauty contest*, organizzati dall'impresa interessata.

- 20.2. I servizi oggetto delle offerte indicate al comma 19 nell'ambito delle materie di competenza degli associati di ASSIREVI possono riguardare l'assistenza in materia contabile, ove compatibile nel rispetto dei principi di indipendenza.

L'offerta di servizi include, tra l'altro l'indicazione:

- i.* delle attività oggetto delle offerte dedicate;
- ii.* degli elementi qualitativi considerati nella determinazione del costo dei servizi oggetto di offerta;
- iii.* della disponibilità a presentare offerte di servizi e i relativi costi, partecipando, qualora di interesse, ad appositi *beauty contest*, organizzati dall'impresa interessata.

21. Borsa Italiana, ABI e ASSOSIM sollecitano, tramite la promozione degli obiettivi del presente Memorandum nei confronti delle relative associazioni di categoria, primari studi/società di consulenza aziendale o professionisti abilitati ad aderire al Programma e formulare, nei confronti dei citati emittenti, offerte dedicate di servizi o attività connessi al mantenimento della quotazione per quanto concerne:
- a) la gestione dei rapporti con gli investitori;
 - b) la comunicazione finanziaria al pubblico;
 - c) l'organizzazione societaria.
22. Nell'ambito della finestra web, indicata all'articolo 5 del Memorandum (si veda anche il paragrafo 3 della Parte I), è fornita una lista dei soggetti, indicati al comma 21, che aderiscono al Programma. Sono fornite le informazioni e funzionalità indicate al precedente comma 13.
23. Consob e Borsa Italiana, per i primi tre anni di ammissione alle negoziazioni, rendono disponibile, agli emittenti che aderiscono al Programma, un responsabile di riferimento per richieste di informazioni in merito agli adempimenti di rispettiva competenza.

24. Al fine di potenziare l'attività di ricerca finanziaria (*equity research*) in relazione alle citate società:
- a) ABI e ASSOSIM promuovono l'adesione all'accordo programmatico assunto nell'ambito del presente Memorandum delle proprie associate, al fine della redazione di analisi su tale comparto del mercato;
 - b) Borsa Italiana valuta modalità di sviluppo dell'attività di *equity research*, in particolare indirizzate alle società neoquotate e alle altre PMI già negoziate tramite:
 - la promozione della visibilità degli intermediari attivi in tali ambiti e delle relative ricerche nell'ambito delle citate finestra web e di eventuali manifestazioni pubbliche (*road show* ecc.);
 - e/o la previsione di un obbligo regolamentare di elaborazione e pubblicazione delle analisi.
25. La pagina web, indicata al paragrafo 3 della Parte I, offre la possibilità agli operatori interessati di pubblicizzare l'attività di ricerca, anche tramite un rinvio ai propri siti. Per l'utilizzo del sito previsto dal Programma i citati operatori devono pubblicare:
- la frequenza di aggiornamento della copertura relativa alla società analizzata;
 - informazioni sintetiche sulla propria attività di ricerca (società coperte, notizie sul *team*, ecc.).

2.4 Sviluppo dell'*asset management* dedicato alle PMI

In un contesto di generale difficoltà dell'industria del risparmio gestito, si evidenzia in Italia una limitata presenza di fondi specializzati nell'investimento in *Small Caps*: a fine 2011 erano attivi solo 5 fondi nominalmente dedicati alle SME italiane quotate contro una presenza evidenziata nel Regno Unito e in Francia almeno 10 volte maggiore.

Parallelamente, anche per i fondi generalisti sussistono problemi legati alle maggiori complessità di smobilizzo delle posizioni in *Small Caps* che possono disincentivare l'investimento in tali titoli. Il mancato supporto di un'adeguata domanda istituzionale può determinare sia una performance negativa in fase di IPO sia un limitato livello di liquidità dei titoli sul mercato secondario: tutto ciò si configura come un evidente disincentivo alla quotazione.

2.4.1 Il progetto Fondo di fondi

L'*Advisory Board* per le PMI di Borsa Italiana ha realizzato un progetto di Fondo di fondi (Fondo Master) che raccolga risorse da investitori istituzionali (Fondazioni, Assicurazioni, Investitori previdenziali, Banche del

territorio, iniziative governative e regionali) per un ammontare target stimato di 2 miliardi di euro al fine di realizzare investimenti in fondi/veicoli dedicati alle PMI quotate e in sede di IPO.

Tale iniziativa di sistema consente un'agevole raccolta di risorse da investitori istituzionali in quanto ottimizza lo sforzo di presentazione dell'iniziativa di investimento e di *fund raising*. Dal punto di vista degli investitori, produce i benefici derivanti dall'esternalizzazione dell'attività di selezione degli investimenti, in termini di riduzione dei costi e di immediato accesso a competenze specializzate, e dalla maggiore e meno costosa diversificazione raggiungibile con un investimento fatto in *pool*. L'investimento a valle in veicoli specializzati prevalentemente di tipo aperto ha invece l'obiettivo di rilanciare e irrobustire l'industria domestica di gestori specializzati in PMI. Anche in relazione a tale ambito, si ritiene opportuno concentrare gli interventi nei confronti delle imprese quotate o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro, e per quanto concerne le quotate, relativamente alle operazioni che prevedano la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato.

2.4.2 La promozione e l'istituzione di fondi comuni dedicati alle PMI

L'investimento in titoli emessi da PMI è da ritenere maggiormente adatto a essere promosso nei confronti di soggetti la cui *asset allocation* è caratterizzata da un rapporto rischio/rendimento costruito sulla base di un elevato profilo di rischio. La presenza di un numero elevato di investitori qualificati specializzati in *Small Caps*, anche ai fini dell'intervento del citato Fondo di fondi, è pertanto fondamentale per lo sviluppo del mercato dei capitali di tali imprese in quanto consente di allocare i relativi titoli emessi, sia neoquotati sia in sede di mercato secondario, su un numero elevato di soggetti con evidente beneficio in termini di ripartizione del rischio e di efficiente funzionamento del mercato.

Il gruppo di lavoro ha ritenuto quindi di estrema importanza impegnarsi nella promozione dell'investimento in titoli di emittenti *small caps* da parte dei gestori dei fondi, sia tramite l'intervento dei fondi esistenti sia per effetto della costituzione di nuovi organismi dedicati a tali società. L'universo interessato, come detto, dovrebbe riguardare le società quotate o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro e, per le quotate, con equa proporzione tra Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV).

Riquadro 6 – Misure del Memorandum (articolo 3)

Il Fondo di fondi

26. Borsa Italiana, ABI, AIFI, ASSOGESTIONI, ASSOSIM, Confindustria, Fondo Italiano d'Investimento, Fondo Strategico Italiano, promuovono direttamente ovvero indirettamente, tramite i propri associati, la partecipazione al Fondo di fondi da parte di:
- a) come *target* primario:
 - fondazioni;
 - assicurazioni;
 - investitori previdenziali;
 - banche del territorio;
 - b) come *target* secondario:
 - investitori istituzionali esteri già interessati al mercato azionario italiano;
 - soggetti governativi;
 - soggetti regionali.
27. L'*Advisory Board* di Borsa Italiana proporrà le caratteristiche di *asset allocation* che i fondi/veicoli, prevalentemente di tipo aperto, devono rispettare per beneficiare dell'intervento del Fondo di fondi. A tale riguardo, le caratteristiche di *asset allocation* faranno riferimento:
- a) ai requisiti delle società in cui investire che dovrebbero riguardare sia la dimensione sia l'ammissione alle negoziazioni; in particolare sono ricomprese le società quotande o quotate, che presentino le caratteristiche indicate all'articolo 2, comma 1, lett. b) del Memorandum (si veda anche il paragrafo 1, lett. b), della Parte III);
 - b) agli altri requisiti dei veicoli dedicati, secondo quanto stabilito dal successivo comma 28 (si veda anche il paragrafo 2.4.2 della Parte III).

Tenuto conto delle risorse che, per effetto della costituzione del Fondo di fondi e della *moral suasion* che i partecipanti al progetto formulano nei confronti di altri soggetti qualificati (Fondazioni, Assicurazioni, Investitori previdenziali, Banche del territorio, soggetti pubblici), affluiranno in tale settore, il gruppo di lavoro ha formulato l'auspicio che i gestori di tali fondi possano prevedere particolari convenzioni di gestione che ne facilitino il collocamento anche presso altri soggetti.

L'attribuzione alle società interessate di giudizi di affidabilità da parte di operatori qualificati (quali ad es.: "Corporate Broker", "Business Angel", comitato dei saggi composto da più operatori qualificati, ecc.) potrebbe risultare utile ai fini della loro selezione quale oggetto di investimento da parte dei fondi.

Riquadro 7 - Misure del Memorandum (articolo 3)

I fondi dedicati alle PMI

28. Assogestioni, anche tramite il coinvolgimento dei propri associati, promuove:
- a) l'investimento da parte dei fondi comuni aperti esistenti in PMI quotate o quotate aventi le caratteristiche dimensionali indicate nel paragrafo 1, lett. b) nel rispetto del relativo regolamento di gestione;
 - b) la costituzione di fondi comuni di investimento, anche riservati ad investitori qualificati, rivolti ad effettuare investimenti prevalenti in PMI quotate o quotate, sia sul mercato regolamentato sia sugli MTF, che presentino le caratteristiche indicate al paragrafo 1, lett. b), e caratterizzati da:
 - i. un obiettivo di raccolta di almeno 50 milioni di euro;
 - ii. politiche di gestione che prevedano almeno:
 - un limite minimo di strumenti finanziari di imprese a ridotta capitalizzazione che il fondo deve inserire in portafoglio, stabilendo, al fine di sostenere la prima fase di vita dei fondi stessi, un periodo iniziale di esonero di 12 mesi di detto limite minimo;
 - un limite massimo alla concentrazione dell'attivo del fondo in strumenti finanziari emessi da una singola impresa non eccessivamente elevato ma comunque superiore al 5% previsto per i fondi armonizzati, tenuto conto della regolamentazione di settore;
 - un obbligo di investire una quota dell'attivo del fondo (30%) in strumenti finanziari di nuova emissione, al fine di sostenere i programmi di crescita delle PMI;
 - il rispetto delle condizioni richieste per l'intervento del Fondo di fondi;
 - iii. struttura di *pricing* costruita secondo modelli adatti ad incentivare l'investimento a medio/lungo termine;
 - c) nel caso in cui i fondi indicati alla lettera precedente siano riservati a investitori qualificati, gli stessi fondi prevedono l'apertura agli investitori *retail* decorso un periodo, indicativamente, di almeno 3 anni dalla data di istituzione da attuarsi attraverso le opportune modifiche del regolamento di gestione (che dovranno includere, ad esempio, l'adeguamento agli eventuali più restrittivi limiti di investimento previsti dalla disciplina dei fondi offerti al pubblico).

29. AIFI, anche tramite il coinvolgimento dei propri associati, tenendo conto della normativa europea in materia di *European Venture Capital Funds* e *European Social Entrepreneurship Funds*, promuove:
- a) l'investimento da parte dei fondi chiusi esistenti in PMI quotate, individuate dal progetto, la cui capitalizzazione prevedibile sia inferiore a 500 milioni di euro;
 - b) la costituzione di fondi mobiliari rivolti ad investire nelle medesime società strutturati secondo le peculiarità del settore.

Timetable delle attività del Gruppo di Lavoro per l'anno 2013

Scadenza	Attività
Marzo (fine)	Avvio Tavolo Tecnico per definire il <i>Programma di Interventi</i> in materia di incentivi fiscali e semplificazioni normative
Marzo (fine)	Sottoscrizione del Mdl e conferenza stampa
Aprile (inizio)	Avvio attività di sviluppo della finestra web (Borsa Italiana + Consob)
Aprile (fine)	Definizione del <i>Programma di Interventi</i>
Maggio (inizio)	Inizio operatività della finestra web
Maggio (inizio)	Presentazione al Governo del Mdl e del <i>Programma di Interventi</i>
Giugno	Prima riunione di aggiornamento del GdL
Settembre	Prima tappa del road-show organizzato da Confindustria
Dicembre	Seconda riunione di aggiornamento del GdL