

## FINANZA

# "AIM Italia", il mercato borsistico per le PMI

ALBERTO RIGHINI  
MATTEO TAMBALO

Ordine di Verona

Il presente contributo si pone l'obiettivo di fornire una sintetica panoramica sul mercato borsistico "AIM Italia", destinato ad assumere una sempre maggior importanza e notorietà nei prossimi anni, le cui potenzialità, tuttavia, potrebbero non essere ancora conosciute appieno da parte della nostra categoria professionale. L'articolo è stato predisposto mediante l'elencazione delle principali domande che un collega potrebbe porsi con riguardo a tale mercato, fra le quali, peraltro, si è voluto anche fornire uno spunto sul possibile ruolo che gli appartenenti alla nostra categoria potrebbero svolgere nel corso del processo di quotazione su AIM Italia.

## Cos'è AIM Italia?

AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana rivolto alle piccole e medie imprese "ad alto potenziale di crescita". Nasce il 1 marzo 2012 per effetto dell'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, al fine di offrire alle PMI la "possibilità di accedere in modo efficiente ad una platea selezionata di investitori focalizzati sulle *small caps*". Trattandosi di un MTF (Multilateral Trading Facility o sistema multilaterale di negoziazione), non rientra nella definizione di "mercato regolamentato", così come prevista dalla Direttiva MiFID, non essendone pertanto sottoposto alla relativa disciplina ma venendo assoggettato ai regolamenti emanati da Borsa Italiana, in particolare il Regolamento Emittenti ed il Regolamento Nomad.

Quali sono le principali semplificazioni rispetto alla quotazione sul mercato principale?

In estrema sintesi, le principali semplificazioni sono rappresentate da:

- rapidità del processo di quotazione;
- semplicità degli adempimenti necessari per l'accesso e ridotta documentazione richiesta. Infatti, si evidenzia che in fase di ammissione non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della direttiva prospetti ma esclusivamente di un "documento di ammissione" (di dimensioni e complessità assai minori) e, successivamente, non è obbligatoriamente richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. Non è peraltro richiesta l'esistenza della società da un determinato numero di anni né una capitalizzazione minima, mentre viene richiesto un flottante minimo del 10%.
- è richiesta la revisione di un solo bilancio ante-quotazione (se esistente) anziché dei bilanci riferiti ai tre esercizi ante-quotazione, come avviene sul mercato principale;
- i bilanci di esercizio annuali possono essere predisposti utilizzando anche i principi contabili italiani, a differenza di quanto avviene sul mercato principale ove è richiesto l'utilizzo dei principi IAS/IFRS.
- non è obbligatoriamente richiesta - tuttavia è fortemente consigliata - l'adozione di particolari requisiti inerenti la *governance* societaria.

## Quali sono le tempistiche del processo di quotazione sul mercato AIM Italia?

Borsa Italiana evidenzia che il processo di



quotazione presenta indicativamente una durata complessiva di circa 24 settimane. In particolare, vengono indicate, nello specifico, le seguenti tempistiche:

- nelle 24-12 settimane antecedenti la quotazione, prende avvio la fase di "preparazione" alla quotazione, che comprende (i) la nomina del Nomad, del collocatore e degli altri consulenti coinvolti, (ii) la definizione del piano di lavoro con il Nomad, (iii) l'avvio della predisposizione del Documento di Ammissione (iv) la strutturazione di una Equity Story e (v) l'avvio delle due diligence;
  - nelle 12-6 settimane antecedenti la quotazione vengono portate a termine le due diligence (finanziaria, di business, legale e fiscale), viene finalizzato il documento di ammissione e predisposta la presentazione per gli investitori;
  - nelle 6 settimane precedenti la quotazione ha luogo l'attività di Roadshow e di Bookbuilding;
  - nell'ultima settimana vengono presentate la domanda di pre-ammissione e la domanda di ammissione, per poi addivenire alla definitiva ammissione sul Mercato AIM Italia.
- Si ritiene opportuno evidenziare che le tempistiche possono allungarsi qualora la società, prima di dare avvio all'intero processo, necessiti di rilevanti attività di riorganizzazione interna quali, a titolo di esempio, la strutturazione *ex novo* di un efficace sistema di controllo di gestione.

## Quali sono i principali vantaggi derivanti dall'ammissione sul mercato AIM Italia?

Tra i principali vantaggi e benefici derivanti dalla quotazione, si possono individuare i seguenti, a titolo meramente esemplificativo:

- opportunità di raccogliere capitali per favorire la crescita e lo sviluppo dell'emittente;
- ampliamento e diversificazione della compagine azionaria;
- riduzione della dipendenza dal sistema creditizio;
- aumento della credibilità della società emittente per effetto della presenza nella compagine sociale di investitori qualificati;
- possibilità di usufruire della disciplina del c.d. "Super ACE", essendo stata estesa dal D.L. 91/2014 la sua utilizzabilità anche a soggetti che si quotano su sistemi multilaterali di nego-

ziamento come l'AIM (agevolazione in attesa di approvazione a livello europeo).

- miglioramento della visibilità sul mercato rafforzando la credibilità nei confronti degli stakeholders aziendali, anche a livello internazionale;
- consentire l'adozione di sistemi di governance e di assetti organizzativi maggiormente strutturati, garantendo una maggiore efficienza della struttura societaria;
- favorire l'introduzione di piani di incentivazione per manager e dipendenti;
- offrire agli azionisti esistenti una via di uscita dal capitale e la possibilità di realizzare i loro investimenti, facilitando peraltro i passaggi generazionali;
- favorire l'adozione di sistemi di reporting e di previsione dei risultati economico-finanziari;
- garantire alla società una valutazione oggettiva del mercato.

## Chi è il NOMAD?

Il Nomad è il soggetto responsabile nei confronti di Borsa Italiana - di cui deve obbligatoriamente dotarsi la società quotanda - incaricato inizialmente di (i) valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione sul mercato e (ii) gestire l'intero processo di quotazione, ed in seguito di assisterla, guidarla ed accompagnarla per tutto il periodo di permanenza sul mercato. A norma del relativo regolamento, il Nomad deve possedere i seguenti requisiti:

- essere una banca o un'impresa di investimento comunitaria o un'impresa appartenente a una rete di società di revisione legale di cui all'articolo 1, lettera l) del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39. Questa ultima deve essere una società di capitali che ha costituito un consiglio di amministrazione e nominato un collegio sindacale, nota al mercato e con adeguata professionalità;
- sottoporre il bilancio al giudizio di un revisore legale o di una società di revisione legale;
- avere esercitato attività di *corporate finance* per un periodo di tempo adeguato (che sarà di norma pari ad almeno due anni) e avere un'esperienza adeguata nel fornire consulenza professionale in relazione ad operazioni di *corporate*

# AIM Italia

SEGUE DA PAGINA 7

*finance* (avendo effettuato un numero di operazioni rilevanti);

- avere un numero di dipendenti sufficiente per svolgere le attività richieste;
- avere *key executives*, dotati di adeguata professionalità ed esperienza comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti e di un'adeguata competenza tecnica in *corporate finance* e in pratiche di mercato. Detti soggetti devono inoltre avere una solida comprensione del quadro legale e regolamentare relativo alle attività di *corporate finance* e conoscenza del Regolamento Nomad e del Regolamento Emittenti;
- avere in essere adeguati controlli e procedure al fine di rispettare il Regolamento Nomad. Per le banche e le imprese di investimento viene precisato che questo criterio si intende già soddisfatto. I soggetti autorizzati ad esercitare l'attività di NOMAD sono iscritti in un apposito registro consultabile sul sito di Borsa Italiana.

## Quali sono gli altri consulenti coinvolti nel corso del processo di quotazione su AIM Italia?

**Global Coordinator:** intermediario che partecipa ai mercati di Borsa Italiana con il compito di collocare i titoli della società sul mercato, dopo aver definito con quest'ultima la tipologia di investitori target, il prezzo più adeguato e la strategia di *investor relations* da adottare. Svolge peraltro un ruolo di coordinamento di tutta l'operazione in collaborazione con il Nomad.

**Specialist:** tale soggetto svolge la funzione di *liquidity provider*, dovendo sostenere la liquidità del titolo ed esporre in modo continuativo, sul mercato, le proposte di acquisto o di vendita. Il ruolo di Specialist, Global Coordinator e Nomad può essere svolto dallo stesso soggetto se in possesso dei requisiti richiesti.

**Advisor legali e fiscali:** intervengono nel processo di quotazione sia per coadiuvare la società emittente sia per assistere gli altri attori coinvolti, quali il nomad ed il global coordinator. In linea generale, a tali consulenti è attribuito il compito di consigliare i propri clienti in merito agli aspetti legali, fiscali e contrattuali connessi al processo di quotazione, predisponendo in particolare il documento di ammissione ed effettuando le due diligence legali e fiscali.

**Advisor finanziari:** coadiuvano la società nella valutazione di fattibilità dell'intera operazione oltre che nella realizzazione del business plan e del sistema di controllo di gestione aziendale, gestendo peraltro i complessivi rapporti da tenersi con Borsa Italiana e con gli altri attori coinvolti nel processo di ammissione sul mercato.

**Società di revisione:** la società di revisione, oltre ad un'attività di audit sull'ultimo bilancio della società quotanda, effettua un'attività di verifica sull'attendibilità del contenuto del business plan ed una valutazione della solvibilità dell'emittente mediante l'emissione di un apposito report sul capitale circolante netto.

## Quali sono i costi legati alla quotazione su AIM Italia?

A seguito di un'analisi dei vari documenti di ammissione ed all'esito di colloqui effettuati con esponenti di società quotate e di advisor operanti sul mercato AIM Italia, è emerso che la quotazione comporta un costo, per una società di medie dimensioni, ricompreso fra i 400.000 e 600.000 Euro, a fronte di raccolte che mediamente si attestano fra i 5 e i 10 milioni di Euro; a detti costi debbono aggiungersi le commissioni di collocamento, pari al 5/6% della raccolta. Si evidenzia che, all'aumentare delle dimensioni della società quotanda, aumentano conseguen-

temente anche i costi di quotazione, venendo richiesto il coinvolgimento di un maggior numero di consulenti.

Quali attività di due diligence vengono effettuate nei confronti delle società quotate?

A norma del punto AA2 della Scheda Tre del Regolamento Nomad, al fine di valutare l'appropriatezza di un emittente per l'AIM Italia, il Nomad deve sovrintendere ai controlli e alle verifiche di due diligence.

In particolare, nell'adempiere a quanto sopra indicato, il Nomad dovrà:

- verificare che sia stata svolta un'adeguata due diligence finanziaria, fiscale e legale da parte di una o più strutture professionali appropriate dove:

- \* la **due diligence finanziaria** deve includere ogni aspetto riguardante la struttura finanziaria dell'emittente, ivi inclusa la composizione della posizione finanziaria netta, le verifiche sul capitale circolante (sulla base delle verifiche effettuate da soggetti terzi) e l'esistenza di covenants sul debito, ogni aspetto riguardante i debiti scaduti di natura commerciale, finanziaria, tributaria e previdenziale, i crediti commerciali scaduti e i contratti derivati;

- \* la **business due diligence** (avvalendosi eventualmente di due diligence tecnica specialistica) deve prevedere un'analisi dell'emittente e del proprio gruppo, del mercato di riferimento, del posizionamento competitivo e della strategia nonché il Business Model;

- \* la **due diligence fiscale** deve includere la verifica della documentazione relativa all'ultimo esercizio definito ai fini delle imposte dirette e indirette, la valutazione del contenzioso fiscale in essere, gli eventuali avvisi di accertamento notificati e le verifiche fiscali in corso, le perdite riportate a nuovo a fini fiscali, politiche di transfer pricing, nonché le esenzioni/riduzioni/agevolazioni d'imposta di cui l'emittente abbia goduto nell'ultimo triennio;

- \* la **due diligence legale** deve far riferimento ai documenti societari prodotti nell'ultimo anno (verbali del consiglio di amministrazione, assemblea ordinaria e straordinaria, collegio sindacale, altri eventuali comitati interni), le autorizzazioni e i rapporti con le autorità; la verifica del contesto regolamentare; i documenti relativi ad operazioni straordinarie (es. fusioni e acquisizioni) degli ultimi tre anni; i contratti rilevanti in essere, il contenzioso in corso, i procedimenti pendenti o minacciati, i beni materiali ed immateriali (inclusi gli immobili), la proprietà intellettuale, i marchi e brevetti, i dipendenti e il rapporto di lavoro e la privacy, le assicurazioni, le questioni ambientali e sicurezza, le operazioni con parti correlate.

Il Nomad deve inoltre verificare se sia necessaria una due diligence commerciale, specialistica (ad esempio sulle proprietà intellettuali) e/o tecnica. Nell'espletamento della attività di due diligence, il Nomad dovrà valutare i rapporti e le comfort letters rilasciati dai propri consulenti specializzati nonché quelli di cui si è avvalsa la società emittente, prestando attenzione ad ogni significativa criticità sollevata, alle azioni raccomandate, o a qualsiasi aspetto negativo evidenziato; in questo ambito dovrà verificare che azioni appropriate siano state intraprese per risolvere le criticità emerse ovvero concludere che tali criticità non siano tali da influenzare l'appropriatezza dell'emittente che richiede l'ammissione sull'AIM Italia.

## Quale ruolo potrebbe essere svolto dal Dottore Commercialista già consulente della società quotanda?

Una domanda che giustamente un appartenente alla nostra categoria professionale potrebbe porsi, arrivato a questo punto della lettura, è "ma in tutto questo, io, a parte portare il cliente, quali

attività posso svolgere?".

In linea generale, il coinvolgimento del Dottore Commercialista può avvenire in tre specifiche fasi<sup>1</sup>: (i) attività ante-quotazione; (ii) attività nel corso del processo di quotazione; (iii) attività nella fase post-quotazione.

Con riguardo all'*attività ante-quotazione*, si evidenzia che il dottore commercialista consulente della società quotanda può, da un lato, coadiuvare quest'ultima nella scelta dei diversi consulenti (NOMAD, Advisor, ecc.), e, dall'altro, considerare le competenze acquisite dalla nostra categoria professionale, può prestare esso stesso la propria consulenza nello svolgimento di alcune attività propedeutiche alla quotazione, quali la redazione del piano industriale, l'implementazione di un sistema di controllo di gestione, l'effettuazione di operazioni straordinarie eventualmente necessarie, la redazione di bilanci pro-forma, la predisposizione delle modifiche statutarie e degli assetti di governance ecc.

Relativamente alle *attività nel corso del processo di quotazione*, il dottore commercialista può innanzitutto rappresentare il punto di riferimento del NOMAD nei rapporti con la società quotanda, coadiuvandolo nel coordinamento di tutti i soggetti partecipanti all'operazione, ed inoltre può effettuare o collaborare alle attività di due diligence (legale, contabile e fiscale) da svolgersi sulla società quotanda, oltre che predisporre la parte del documento di ammissione relativa agli aspetti fiscali, agli investimenti, ai dati finanziari degli ultimi esercizi, ai rischi aziendali ed ai rapporti con parti correlate.

Con riferimento infine alle *attività nella fase post-quotazione* occorre evidenziare che a seguito dell'ammissione sul mercato, la società quotata si troverà ad affrontare nuove esigenze operative ed ulteriori adempimenti, pertanto il dottore commercialista avrà ulteriori possibilità di consulenza, essendo necessario provvedere ad attività quali, a titolo esemplificativo, l'assistenza nel rispetto degli obblighi informativi periodici, la collaborazione alla predisposizione e pubblicazione dei rendiconti periodici od anche l'assistenza alla definizione ed al rafforzamento (i) di procedure organizzative interne (ii) del sistema di controllo interno, di risk management e di internal audit e (iii) del sistema di controllo di gestione.

È peraltro evidente che, in presenza di competenze specifiche, il dottore commercialista può essere chiamato a svolgere direttamente il ruolo di advisor (finanziario, fiscale, legale ecc.) anche in operazioni nelle quali non siano coinvolte direttamente società già clienti dello stesso.

Come si è cercato di evidenziare - ancorché brevemente - nel presente contributo, considerata l'ormai cronica difficoltà di reperire finanziamenti, attraverso il sistema bancario, volti al sostenimento di piani di crescita aziendali, il mercato AIM Italia può rappresentare un'importante alternativa da valutare per lo sviluppo delle PMI italiane, tenuto conto dei ridotti adempimenti richiesti per la quotazione e della possibilità di ottenere, oltre ai benefici sopra descritti, anche un importante ritorno di immagine per la società quotata, elemento di notevole rilievo come evidenziato, direttamente, da alcuni soggetti già quotati con i quali si è avuto modo di interloquire. Nel contempo, la possibilità di partecipare attivamente alle attività prodromiche alla quotazione su AIM Italia, rappresenta una sfida per la nostra categoria professionale; infatti, considerate le sempre maggiori competenze acquisite nel corso della sua storia, la nostra categoria può senza dubbio svolgere, in modo efficace e competente, un'attività di consulenza e di supporto alle società quotate in tutte le fasi del processo di quotazione, aprendosi conseguentemente nuovi orizzonti e possibilità di coinvolgimento per i colleghi specializzati in tali tematiche.

<sup>1</sup> La questione è stata approfondita anche in Saf-Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano, "Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM-Italia" Milano, 2011, p. 63 e ss.