

ANGELO PALETTA

# AIM ITALIA PER PMI E START-UP

Dal 20 luglio 2020 è vigente il nuovo Regolamento di Borsa Italiana che consente alle PMI e alle startup di quotarsi nell'AIM Italia.

Per un'impresa raggiungere il mercato finanziario con una procedura semplificata significa approvvigionarsi di liquidità tramite capitali di rischio, conquistare una visibilità internazionale, essere più patrimonializzata e competitiva

EDUSC

In copertina:

Giovanna Dejua, *Opera pittorica del Nuovo Progetto Astratto*,  
acrilico e foglia d'oro 24 kt su carta cm. 50x70, 1985

Il presente volume è stato oggetto di doppio referaggio cieco  
(double blind peer review) da parte di due referee

© Copyright 2020 – Edizioni Santa Croce s.r.l.

Via Sabotino, 2/A – 00195 Roma

Tel. (39) 06 45493637

[info@edusc.it](mailto:info@edusc.it)

[www.edizionisantacroce.it](http://www.edizionisantacroce.it)

ISBN 978-88-8333-898-4

## MANAGEMENT & FINANZA ETICA

È una collana di guide coordinata da Angelo Paletta, avente un forte approccio operativo e finalizzata a chiarire le principali tematiche del management e della finanza nel post-coronavirus. Le guide sono indirizzate sia a chi voglia delle prime nozioni, sia ai superiori e agli amministratori, nonché ai professionisti e ai manager che necessitano di un riepilogo dettagliato, rapido e facile da consultare.



- 9    Abbreviazioni e sigle
- 11    Comitato scientifico e Comitato di redazione
- 13    Introduzione del Prof. Eugenio D'Amico
- 15    Capitolo I  
*Cosa è l'AIM Italia*
1. Soluzioni per finanziare PMI e startup, 15 – 2. Genesi dell'AIM Italia di Borsa Italiana, 16 – 2.1. La funzione dell'AIM Italia per PMI e startup, 16 – 2.2. I numeri dell'AIM Italia, 17 – 2.3. Regolamentazione e governance dell'AIM Italia, 17 – 3. Perché finanziare l'impresa nell'AIM Italia?, 19 – 4. I mercati finanziari, 23 – 4.1. I sistemi di negoziazione, 24 – 4.2. I mercati regolamentati, 25 – 4.3. Multilateral Trading Facilities (MTF), 27 – 5. Segmento AIM Italia riservato agli investitori professionali, 30 – 6. Dai prestiti con i minibond all'equity nell'AIM Italia, 31 – 7. AIM Italia: way-out per venture capital e private equity, 31.
- 33    Capitolo II  
*IPO: Il processo di quotazione di PMI e startup*
1. Dall'analisi alla quotazione in pochi step, 33 – 2. Indici di rilevanza delle aziende, 34 – 3. Bilanci annuali e relazioni semestrali, 35 – 4. Appropriatezza dell'azienda emittente, 38 – 5. Condizioni di ammissione di PMI e startup, 40.
- 43    Capitolo III  
*AIM Italia e i professionisti delle IPO*
1. Un'azienda emittente e molti professionisti a supporto, 43 – 2. Nomad, 44 – 2.1. Incompatibilità del Nomad, 47 – 2.2. Il Nomad nella fase post-ammissione dell'emittente, 48 – 2.3. Attestazioni del Nomad in caso di reverse take-over, 48 – 2.4. Registro dei Nomad di Borsa Italiana, 49 – 3. Specialist, 50 – 4. Global Coordinator, 51 – 5. Advisor finanziari, 52 – 6.

Consulenti legali, 54 – 7. Altri consulenti, 55 – 8. Collegio sindacale, 56 – 9. Consigliere indipendente nel CDA, 57 – 10. Società di revisione legale dei conti, 57 – 11. Società di comunicazione finanziaria, 58 – 12. Società di rating, 63 – 13. Investitori, 66 – 14. Calendario di Borsa Italiana, 69.

## 71 Capitolo IV

### *Documento di ammissione*

1. Definizione, 71 – 2. Struttura del Documento di ammissione, 72 – 3. Limiti nella diffusione del Documento di ammissione, 74 – 4. Selezione della lingua italiana o inglese, 75 – 5. Diffusione dell’informativa societaria, 75 – 6. Pubblicazione del Documento di ammissione, 77 – 7. Responsabilità legale del Documento di ammissione, 77 – 8. Compito del Nomad, 78 – 9. Obbligo del flottante minimo del 10%, 79 – 11. Composizione del flottante minimo del 10%, 80 – 12. SPAC ed esenzione del flottante minimo del 10%, 81 – 13. Initial Public Offering (IPO), 81.

## 83 Capitolo V

### *IPO e OPA di un emittente nell’AIM Italia*

1. OPA per un emittente AIM Italia, 83 – 2. Le tipologie di OPA, 84 – 2.1. OPA obbligatoria totalitaria, 84 – 2.2. OPA obbligatoria di consolidamento, 84 – 2.3. OPA obbligatoria residuale, 84 – 2.4. OPA volontaria preventiva, 86 – 2.5. Squeeze out, 87 – 3. Quotarsi nell’AIM Italia e nel MTA, 87 – 4. Tipologie di azioni e diritti connessi, 91. – 5. Penny stock dal 20 luglio 2020, 92.

## 93 Focus fiscale

### *Agevolazioni fiscali per le IPO fino al 2021*

1. Agevolazioni fiscali per le IPO delle PMI, 93 – 2. Decreto Ministeriale del 23 aprile 2018, 94 – 3. Tax credit per spese di quotazione e modalità di fruizione, 94 – 4. Tax credit: le attività e i costi ammissibili, 95.

- 97 Focus giuridico  
*AIM: i controlli di CONSOB e Borsa Italiana*  
di Enea Franza e Angelo Paletta
1. I controlli di trasparenza nei confronti del mercato, 97 – 1.1. Il sistema dei controlli: CONSOB, MEF e Borsa Italiana, 99 – 2. AIM: verifiche sul Documento di ammissione, 101 – 3. La vigilanza del Nomad conforme al MAR, 102 – 4. La vigilanza della CONSOB, 102 – 4.1. Informativa price sensitive, 105 – 4.2. Informativa sulle operazioni societarie, 109 – 5. Closing periods, 110 – 6. Internal dealing, 111 – 7. Insider trading e manipolazione del mercato, 112.
- 117 Focus manageriale  
*Finanza e rischio: due facce della stessa moneta*  
di Angelo Paletta e Luigi Pastorelli
1. L’approccio metodologico al binomio ‘Finance & Risk’, 117 – 2. Due concetti di rischio, 118 – 3. Analisi della crisi aziendale con il Finance & Risk, 119 – 4. Mitigare i rischi e cogliere le opportunità, 121 – 5. Tassonomia dei rischi e Risk Appetite Framework (RAF), 122.
- 127 Bibliografia essenziale
- 131 Glossario semantico
- 135 Acknowledgements





## Abbreviazioni e sigle

AIM Italia	Alternative Investment Market di Borsa Italiana
ANNA	Association of National Numbering Agencies
Basilea 3	Regolamenti del Comitato di Basilea
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Cc	Codice civile
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CRA	Credit Rating Agency
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
EVA	Economic Value Added
FEAT	Front-end e Anagrafe Titoli
FIA	Fondi di Investimento Alternativi
FTSE MIB	Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa
GDPR	Regolamento (UE) n. 2016/679
IPO	Initial Public Offering
ISIN	International Securities Identification Number
ISO	International Organization for Standardization
LSE	London Stock Exchange
MAR	Regolamento (UE) n. 596/2014
MIFID II	Direttiva 2014/65/UE
MOL	Margine Operativo Lordo
MOT	Mercato Telematico delle Obbligazioni
MTA	Mercato Telematico Azionario
MTF	Multilateral Trading Facilities
Nomad	Nominated Adviser
OICR	Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio

OPA	Offerta Pubblica di Acquisto
OPS	Offerta Pubblica di Scambio
PIR	Piani Individuali di Risparmio
PFN	Posizione Finanziaria Netta
PMI	Piccole e Medie Imprese
QMAT	Quotation Management Admission Test
ROA	Return On Asset
ROI	Return On Investment
ROL	Risultato Operativo Lordo
ROS	Return On Sales
SGA	Società di Gestione Armonizzata
SGR	Società di Gestione del Risparmio
SICAF	Società di Investimento a Capitale Fisso
SICAV	Società di Investimento a Capitale Variabile
SIM	Società di Investimenti Mobiliari
TUB	D.Lgs. 1° settembre 1993 n. 385
TUF	D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58
TUIR	D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917
WACC	Weight Average Cost of Capital

## Comitato scientifico della Collana

**Dott. Angelo Paletta**, Direttore scientifico

Docente di management al Pontificio Ateneo Sant'Anselmo e all'ASCEV Università LUMSA, innovation manager.

**Dott.ssa Anna Maria Agresti**, Consigliere scientifico

Esperta in ambito bancario e finanziario operante presso istituzioni bancarie e finanziarie europee e internazionali

**Avv. Alfonso Alegiani**, Consigliere scientifico

Presidente della Fondazione Saxum.

**Prof. Ivo Allegro**, Consigliere scientifico

Professore a contratto di Tecnica professionale all'Università degli Studi di Napoli 'Federico II', Amministratore Delegato di Iniziativa Finanza e Innovazione (società partner di Elitè / Borsa Italiana).

**Prof.ssa Simona Arduini**, Consigliere scientifico

Professore associato di Ragioneria all'Università degli Studi 'Roma Tre' e Consigliere indipendente di Banca IFIS.

**Prof. Matteo Carnì**, Consigliere scientifico

Professore a contratto di diritto canonico all'Università LUMSA di Roma.

**Prof. Eugenio D'Amico**, Consigliere scientifico

Professore ordinario di Economia Aziendale all'Università degli Studi 'Roma Tre', revisore legale del Fondo Pensioni Vaticano e di grandi società per azioni.

**Dott. Sergio Destito**, Consigliere scientifico

Direttore Esecutivo della Pontificia Università della Santa Croce.

**Dott. Mario Erba**, Consigliere scientifico

Vicedirettore Generale di Banca Popolare di Sondrio e Presidente del GEIE Coopération Bancaire pour l'Europe.

**Dott. Enea Franza**, Consigliere scientifico

Dirigente Responsabile dell'Ufficio Consumer Protection della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).

**Prof. Salvatore Loprevite**, Consigliere scientifico

Professore Associato di Economia Aziendale all'Università per Stranieri 'Dante Alighieri' di Reggio Calabria – Dipartimento di Scienze della Società e della Formazione d'Area Mediterranea-

**Prof. Giuseppe Mastromatteo**, Consigliere scientifico

Professore ordinario di Economia Politica all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano e Professore di chiara fama di Economia Internazionale all'Università degli Studi di Genova.

**Prof. Roberto Mavilia**, Consigliere scientifico

Professore a contratto di Innovazione e Globalizzazione all'Università Commerciale 'Luigi Bocconi' di Milano e Ricercatore ad ICRIOS - The Invernizzi Centre for Research on Innovation, Organization, Strategy and Entrepreneurship all'Università Commerciale 'Luigi Bocconi' di Milano.

## Comitato di redazione della Collana

**Dott. Giuseppe Vacalebri**

Ph.D. in Global Studies all'UNIDA, Marie Skłodowska-Curie Fellowship, European Law and Governance School (ELGS - by EPLO) scholarship.

**Dott. Emanuele Merlino**

Consulente presso la Vice Presidenza del Senato della Repubblica, consulente della RAI e di case editrici.

**Dott. Domenico Repaci**

BRI - Belt and Road Initiative scholarship presso University of Renmin, Chinain partnership con Chongyang Institute for Financial Studies (Cina).

## Introduzione

I mercati finanziari sono il primario crocevia mondiale dove si misurano imprese, banche, compagnie di assicurazione, fondi di investimento, family office, Governi e Stati nazionali. Per tutti l'andamento dei prezzi è un parametro oggettivo che attesta la competitività e crea aspettative. Parte della vita di molte persone sulla Terra è, direttamente o indirettamente, influenzata dalle decisioni che vengono assunte sui mercati finanziari. Eppure, il funzionamento delle Borse valori è un argomento poco conosciuto, sia dalla maggior parte dei risparmiatori, sia da molti decision maker. Ritengo che il libro di Angelo Paletta 'AIM Italia per PMI e startup' svolga una valida funzione di sussidio. È un manuale sintetico ma molto dettagliato, che ha il pregio di aver reso comprensibile la complessità di come si possa quotare in Borsa Italiana una piccola o media impresa e persino una startup. Per questo ho subito accettato la proposta di Angelo Paletta, che si è già cimentato in altre pubblicazioni tra cui quella antesignana sui 'Minibond. Strumenti finanziari per le PMI' (2015), quando mi ha chiesto di scrivere l'introduzione alla sua ultima pubblicazione. L'operazione culturale che lui sta perseguendo da tempo è quella di fornire gli strumenti cognitivi ed operativi sia agli imprenditori che vogliono aumentare la dimensione della propria impresa, sia ai professionisti che intendano supportare le PMI e le startup nella loro crescita competitiva. Le stesse istituzioni italiane, europee ed internazionali da tempo ripetono quanto sia importante che le società italiane acquistino maggiore consapevolezza di avviare processi di scale-up e si impegnino ad essere sempre più informate e consapevoli delle molteplici prospettive di sviluppo che offrono i mercati dei capitali nel finanziare validi progetti redditizi. Il salto culturale necessario è quello di transitare dall'obsoleta visione bipartita della finanza aziendale, fondata sul capitale proprio (equity) e su quello di debito bancario, ad una struttura almeno tripartita più solida che preveda anche la presenza di capitali provenienti dai mercati finanziari. Infatti, le regole di Basilea 3 (e in prospettiva quelle di Basilea 4),

unitamente alle ultime disposizioni della Banca Centrale Europea e dell’Autorità Bancaria Europea, senza considerare la raccolta miliardaria proveniente dai Piani Individuali di Risparmio (P.I.R.), incentivano le iscrizioni nei listini borsistici ed hanno ulteriormente aperto la strada a quelle aziende che progettano seriamente la crescita nell’AIM Italia. L’apertura dell’assetto societario al mercato è certamente una sfida, soprattutto per molte imprese di qualità aventi prodotti e servizi d’eccellenza richiesti in Italia e all’estero, ma che tutt’ora presentano una conduzione più familiare che manageriale. Allo stesso tempo, la maggiore competizione globale da molti temuta può rivelarsi una inedita opportunità di sviluppo e prosperità. Non per ultimo, le società che nel tempo hanno costruito un percorso di crescita possono conseguire un riconoscimento internazionale dai mercati finanziari valorizzando le eccellenze che ognuna di loro rappresenta, specialmente nel Made in Italy. All’amico Angelo Paletta vanno le mie congratulazioni per il meritorio lavoro svolto e il mio apprezzamento per la passione e la competenza professionale con cui continua a divulgare la finanza aziendale.

Buona lettura.

Prof. Eugenio D’Amico  
*Professore Ordinario di Economia Aziendale  
all’Università degli Studi ‘Roma Tre’*

## Cosa è l'AIM Italia

### 1. Soluzioni per finanziare PMI e startup

Franco Modigliani, premio Nobel per l'economia nel 1985, in uno dei suoi principali scritti nel 1992 si chiedeva:

«Qual è il costo del capitale per l'impresa in un mondo nel quale i fondi sono usati per l'acquisto di attività a rendimento incerto, e nel quale il capitale si può ottenere tramite molti mezzi diversi, che vanno da strumenti di puro indebitamento, che rappresentano il diritto (per l'investitore), ad una somma prefissata in termini monetari, alla pura emissione di azioni, che danno a chi le detiene solo il diritto a una quota parte nell'impresa incerta?».

L'economista italiano e Merton Miller hanno rivoluzionato la finanza aziendale nel 1958. Le parole di Modigliani ancor oggi aprono la strada a numerose riflessioni circa l'importanza di valorizzare le imprese attraverso un ripensamento dell'utilizzo di strumenti di debito e dell'impiego di capitali di rischio (equity). Tale insegnamento oggi torna utile per decine di migliaia di PMI e startup italiane che ambiscono ad intraprendere una crescita competitiva. Le regole degli intermediari finanziari e del mercato inducono queste imprese a transitare dal modello della finanza aziendale fondata sull'indebitamento a quello dello sviluppo finanziariamente sostenibile, per giungere fino al modello che riserva alla finanza un ruolo centrale e propulsivo. Tutto ciò considerato, le PMI possono fare il salto di qualità quotandosi nell'AIM Italia di Borsa Italiana. Dal 20 luglio 2020 anche le startup sono ammesse alla quotazione con il nuovo Regolamento Emittenti vigente a Piazza degli Affari.

## **2. Genesi dell'AIM Italia di Borsa Italiana**

Borsa Italiana così come la conosciamo oggi fu costituita il 7 febbraio 1997 e l'atto costitutivo è stato omologato dal Tribunale di Milano il 15 febbraio 1997. Dieci anni dopo, il 23 giugno 2007, il Consiglio di Amministrazione della società di gestione della Borsa di Milano approvò la fusione proposta dal Board del London Stock Exchange, ratificata dalle rispettive assemblee dei soci. Questa fusione, effettuata conservando la distinzione legale tra le due società nonché l'utilizzo dei rispettivi marchi e dei propri assetti regolamentari, consentì di mutuare nella Borsa di Milano le best practice sperimentate nella Borsa di Londra a partire dal 1995 con l'AIM inglese, dove attualmente sono quotate oltre 3.600 PMI che hanno raccolto più di 60 miliardi di sterline tra IPO e aumenti di capitale e riadattando il tutto al contesto economico ed imprenditoriale italiano.

L'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale (MAC), è stato costituito il 1° marzo 2012 in seguito alla scelta del Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana di accorpare i due distinti mercati dell'AIM Italia e del MAC. La scelta operata dal vertice della Borsa di Milano fu la naturale conseguenza di offrire un unico mercato alle piccole e medie imprese nazionali (Avviso n. 1951 dell'8 febbraio 2012).

### **2.1. La funzione dell'AIM Italia per PMI e startup**

AIM Italia è un MTF dedicato e regolato per le PMI e startup che hanno caratteristiche di forte dinamismo aziendale ed alta competitività sui mercati. Dal processo di quotazione e dalle fasi di negoziazione degli strumenti finanziari, le PMI e le startup possono trovare nell'AIM Italia i capitali necessari per crescere.

Il funzionamento regolato dell'AIM Italia è calibrato sulla dimensione e sulla struttura tipica delle PMI italiane, che si devono avvalere di un consulente denominato Nomad. Questo ha la funzione e il compito di svolgere attività di consulenza e supporto dell'azienda emittente durante sia la fase di ammissione, sia nella



fase post quotazione e per tutta la permanenza sul mercato. Il Nomad dev'essere sempre indipendente e senza conflitti di interessi.

AIM Italia è un MTF istituito, disciplinato e gestito da Borsa Italiana – London Stock Exchange Group. La regolamentazione e la vigilanza sono effettuate dalla stessa Borsa Italiana.

I servizi offerti dall'AIM Italia sono molteplici, ma volendo sintetizzarli e renderli immediatamente intelligibili è possibile attribuirne tre elementi distintivi fondamentali:

- a) viene garantito per le PMI e le startup un percorso semplificato alla quotazione e alla negoziazione degli strumenti finanziari;
- b) sono richiesti alle PMI e alle startup dei requisiti minimi di accesso, mentre al mercato è lasciata la premienza nello stabilire l'apprezzamento per l'emittente;
- c) gli adempimenti previsti per le società emittenti sono stati semplificati appropriatamente calibrati proprio sulla dimensione delle PMI e delle startup.

Dal 20 luglio 2020 possono essere quotate anche le società aventi meno di 1 milione di euro di capitalizzazione, dando solo agli investitori professionali la possibilità di negoziarne le azioni.

## **2.2. I numeri dell'AIM Italia**

Stando ai dati ufficiali relativi a settembre 2020 pubblicati da Borsa Italiana Italy Primary Markets, l'AIM Italia ha avuto un'importante crescita. I macrodati riassumibili sono i seguenti:

- a) 128 quotate (al netto di delisting e transiti ad altri mercati);
- b) 13 settori merceologici;
- c) 3,6 miliardi di euro di raccolta totale in quotazione;
- d) 7,1 miliardi di euro di capitalizzazione totale.

## **2.3. Regolamentazione e governance dell'AIM Italia**

L'AIM Italia/MAC è un MTF e Borsa Italiana ha il dovere di regolamentare, gestire e controllare il funzionamento di questo

mercato dedicato alle PMI e alle startup. Nello specifico, la società di gestione della Borsa Valori deve dare attuazione alle proprie specifiche funzioni in termini di:

- a) sviluppo regolamentare;
- b) ammissione, sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari;
- c) ammissione, sospensione ed esclusione dei Nomad;
- d) ammissione, sospensione ed esclusione degli operatori;
- e) attività di vigilanza sul mercato sulla base di procedure predefinite in via generale per meglio ottemperare ai principi di non discriminazione.

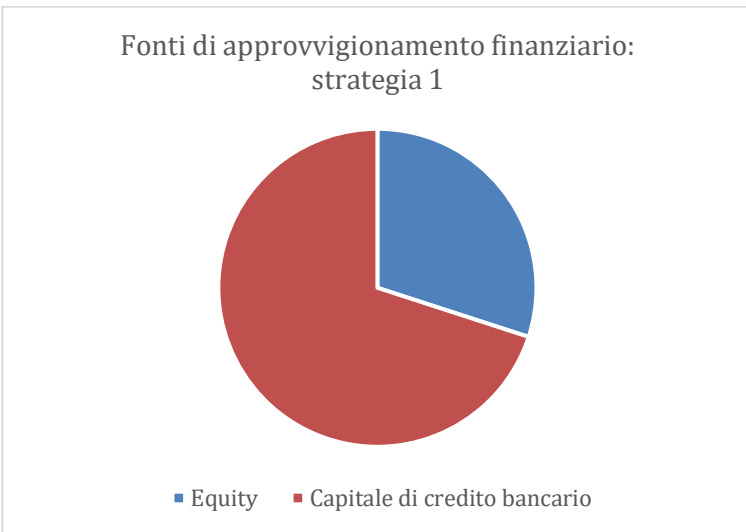
La complessità di queste molteplici funzioni necessarie per gestire al meglio il mercato secondario hanno richiesto a Borsa Italiana la costruzione di un assetto organizzativo commisurato alla prevenzione sia di potenziali conflitti di interesse, sia del rispetto della regulatory compliance. La governance, infatti, è strutturata in modo che ogni servizio interno goda della più ampia autonomia istruttoria e propositiva e ciò è stato avvalorato dalla scelta organizzativa che ha posto i responsabili dei servizi in diretta connessione con l'Amministratore Delegato di Borsa Italiana, che è l'unico a cui loro devono rispondere.

Il trend di quotazioni è risultato significativamente crescente a partire dal 2017, in concomitanza con l'introduzione dei PIR nell'ordinamento giuridico italiano (art. 1, commi 100-114, Legge 11 dicembre 2016 n. 232) e con il suggellarsi di *business combination* ad opera di alcune SPAC. L'opportunità di affermare a livello italiano e internazionale un'impresa ed un brand riconoscibili è un'occasione strategica oggi più che in passato. In questa nuova ottica, i processi decisionali del management devono considerare le condizioni di equilibrio prospettico, soppesare le variabili dello sviluppo del business, della dimensione aziendale, della competitività sul mercato, del leverage, dei rischi operativo e finanziario, nonché di tutti gli altri fattori endogeni ed esogeni che incidono sulla redditività aziendale. È importante rammentare che tutto ciò si svolge all'interno di un mercato in cui l'instabilità è crescente ed i vantaggi competitivi conquistati sono, ogni giorno, messi a repentaglio e vanno riconfermati.

### 3. Perché finanziare l'impresa nell'AIM Italia?

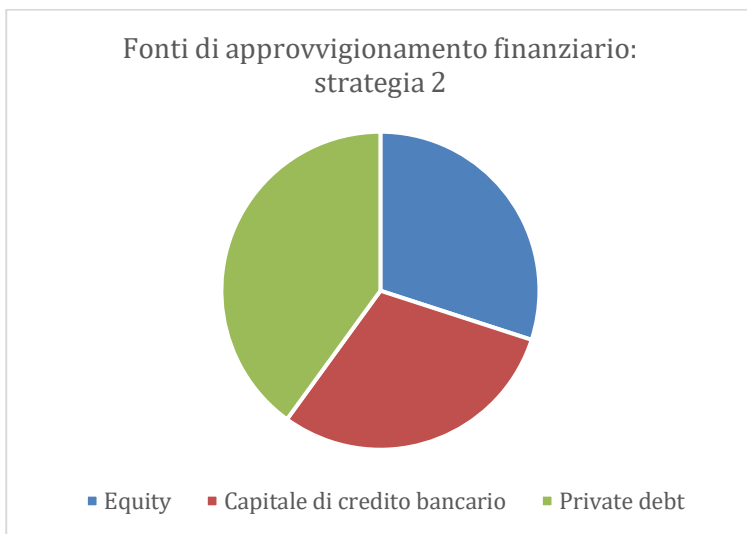
Pellegrino Capaldo affermava che «occorre tener presente che capitale proprio e capitale di credito sono due categorie essenzialmente eterogenee, in quanto ciascuna di esse raggruppa forme di finanziamento diverse sotto peculiari aspetti» e per «configurare la conveniente proporzione tra capitale proprio e capitale di credito concorrono svariate circostanze di difficile ponderazione».

Aswath Damodaran ritiene che Modigliani e Miller abbiano contribuito ad allargare la visione dell'analisi della struttura finanziaria aziendale fondandola sulla valutazione dei costi e dei benefici, con un'attenzione specifica alla creazione di valore sui progetti di investimento. L'impostazione classica prevede il capitale proprio (equity) e il capitale di credito bancario:



Il secondo schema mantiene inalterato il livello di equity e propone una prima applicazione della strategia di diversificazione delle fonti di approvvigionamento finanziario. A fianco

dell'equity e del capitale di credito bancario si aggiunge il private debt. In tal modo, viene parzialmente mitigato il rischio di un possibile credit-crunch anche in caso di restrizione del credito bancario. Allo stesso tempo, questa scelta manageriale determina un trade-off tra capitale netto e debito e sollecita gli stessi amministratori a mantenere una condotta tanto più responsabile quanto più il debito è significativo. La scelta dell'indebitamento, rispetto alla richiesta indirizzata agli azionisti di aumentare il capitale di rischio, incrementa il rischio di default ma consente di beneficiare dei vantaggi fiscali offerti dalla deducibilità dei costi generati dagli interessi passivi pattuiti con l'istituto di credito. Va sempre ricordato che «il principale costo del debito è un aumento del costo atteso del fallimento» pari al prodotto tra la probabilità di insolvenza e il costo del fallimento. È importante comprendere che il trade-off tra i costi e i benefici dell'indebitamento può condurre il management verso una struttura finanziaria aziendale ottimale, che consente di massimizzare il valore dell'impresa. Al centro di qualunque operazione di finanziamento restano i flussi di cassa, il cui livello di volatilità è direttamente correlabile con la probabilità di insolvenza.



Il terzo scenario strategico per una più ampia varietà nelle fonti di approvvigionamento finanziario assume un maggiore livello di sofisticazione, teso a proiettare l'azienda verso una gestione ancora più improntata verso soluzioni manageriali orientate al raggiungimento di performance predeterminate.

Al livello di equity iniziale viene effettuato un aumento di capitale sottoscritto da un fondo di private equity, condizione che cambia le proporzioni iniziali. L'introduzione di un fondo di investimento specializzato – in media – aumenta le capacità di finanziamento tramite gli istituti di credito ed il private debt, vuoi per l'effetto leva, vuoi per l'apporto di credibilità conferito dallo stesso investitore di private equity.

Va sempre considerato l'impatto che un aumento di capitale può causare sugli utili per azione con l'effetto diluizione (c.d. 'dilution effect') nonché sulle possibili ripercussioni nell'assetto societario in relazione al maggior numero di azioni in circolazione. Aswoth Damodaran spiega che i timori della diluizione non sfiorano gli investitori professionali che misurano i rendimenti a livello globale e non solo in relazione al prezzo azionario.

Su un piano più generale, va sempre analizzata la tipologia dell'aumento di capitale che il management aziendale intende effettuare. Infatti, la scelta gestionale non è neutrale perché può determinare un effetto differente a seconda della configurazione:

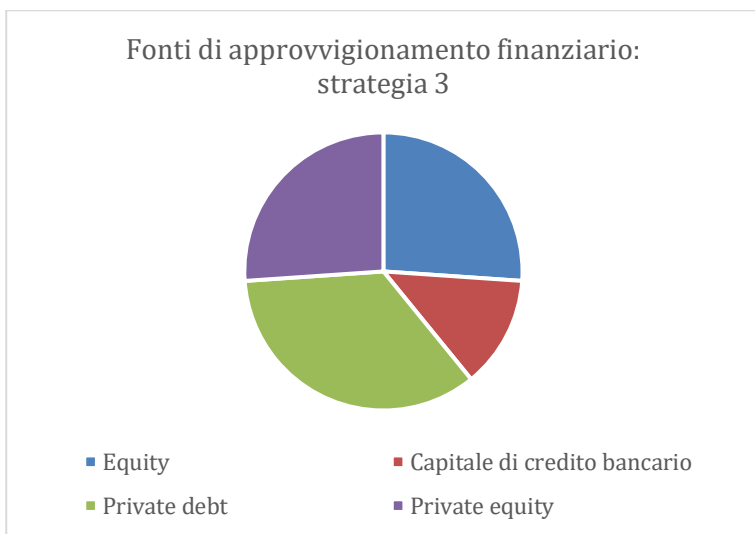
- 1) emissione azionaria riservata agli azionisti (c.d. 'right issue'), dove il prezzo per azione è inferiore al prezzo di mercato e serve emettere un maggior numero di azioni per raggiungere il target di raccolta;
- 2) emissione azionaria al pubblico al prezzo di mercato, dove il prezzo applicato è il prezzo di mercato ed è necessaria una quantità di azioni minore per raggiungere il target di raccolta.

L'effetto diluizione viene contenuto tramite l'emissione azionaria al pubblico, perché il numero dei nuovi titoli in circolazione è minore a fronte dello stesso obiettivo di raccolta di equity.

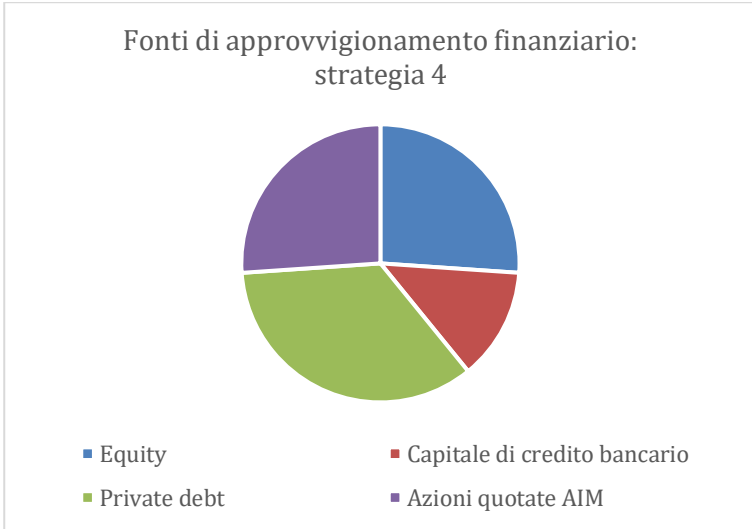
È notorio che in Italia sussiste in molte PMI il problema dell'*equity gap*, ossia la sottocapitalizzazione delle imprese,

condizione svantaggiosa sul piano finanziario che richiede un rafforzamento patrimoniale nel momento in cui il management, supportato dagli azionisti, decide seriamente di iniziare a costruire un'azienda competitiva.

Il capitale di rischio di una PMI è il tema centrale e va chiarito senza possibilità di equivoci: «Non v'è dubbio che l'accesso al mercato azionario presuppone degli apparati organizzativi che rendano l'impresa adatta a comunicare col mercato e gli investitori nonché una dimensione che comunque preservi l'economicità dell'operazione».



Il quarto schema rappresenta un'ulteriore evoluzione della strategia di diversificazione delle fonti di approvvigionamento finanziario. Ipotizziamo che l'investitore di private equity abbia raggiunto i propri obiettivi di performance ed abbia condotto l'azienda target alla quotazione in Borsa. Il fondo di private equity, in tal caso, come 'way-out' cede le proprie azioni che vengono quotate e negoziate nell'AIM Italia. Ora l'azienda sarà più liquida, finanziabile e definita nel valore azionario.



#### 4. I mercati finanziari

Il premio Nobel per l'economia Ronald H. Coase ci ricorda che «i mercati sono istituzioni che esistono per facilitare gli scambi, cioè essi esistono per ridurre i costi di conclusione delle transazioni». I mercati degli strumenti finanziari, o più semplicemente i mercati finanziari, sono luoghi sempre più telematici e meno fisici dove vengono negoziati strumenti finanziari dematerializzati. Questi vengono scambiati attraverso l'incontro della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari tramite l'immissione di ordini di acquisto e di vendita nel sistema telematico.

La distinzione dei mercati finanziari che ne stabilisce le funzioni è quella che li suddivide in due categorie:

- a) mercato primario, dove si scambiano i titoli al momento dell'emissione;
- b) mercato secondario, rappresentato dai mercati finanziari dove si acquistano titoli da chi li ha già sottoscritti.

Il legislatore italiano ha attribuito al Ministero dell'Economia e delle Finanze, alla Banca d'Italia e alla CONSOB le funzioni utili a recepire ed armonizzare le disposizioni comunitarie in

Italia. Inoltre, ognuna di queste tre istituzioni pubbliche esercita in base alle proprie competenze i poteri d'intervento attribuiti loro dalla legge italiana «per assicurare il rispetto del Regolamento UE n. 575/2013 sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento, delle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione emanate dalla Commissione Europea ai sensi degli articoli 10 e 15 del Regolamento UE n. 1093/2010, ovvero in caso di inosservanza degli atti dell'AE-SFEM o dell'ABE direttamente applicabili adottati ai sensi di questi ultimi regolamenti» (art. 2, comma 2-*bis*, TUF).

Infine, è opportuno evidenziare che alla Banca d'Italia ed alla CONSOB sono stati riservati poteri di intervento nei casi di crisi o di tensioni sui mercati finanziari (art. 2, comma 3, TUF).

#### **4.1. I sistemi di negoziazione**

La Parte III 'Disciplina dei mercati', Titolo I 'Disposizioni comuni', del TUF è riservata ad ordinare a livello normativo i mercati finanziari con delle norme specifiche. In particolare, il Titolo I definisce il perimetro normativo dei sistemi di negoziazione che vengono suddivisi in:

- a) Mercati regolamentati;
- b) Sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati:
  - 1) Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF);
  - 2) Internalizzatori sistematici.

Governo e Parlamento hanno attribuito alla Banca d'Italia e alla CONSOB i poteri regolamentari rispettando i seguenti principi:

- a) valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati;
- b) proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari;
- c) riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana;
- d) agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.



## 4.2. Mercati regolamentati

Il legislatore ha stabilito che con il termine «mercato regolamentato» si intende un «sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III».

In base a quanto stabilito dal TUF, risulta che il «gestore del mercato» altro non è che il soggetto che gestisce e/o amministra l'attività di un mercato regolamentato e può persino coincidere con il mercato regolamentato stesso.

<b>Elenco dei mercati regolamentati italiani autorizzati dalla CONSOB a norma dell'art. 63, co. 2, TUF</b>	
<b>Denominazione</b>	<b>Denominazione MTF</b>
Borsa Italiana	Mercato Telematico Azionario (MTA)
	Mercato telematico degli ETF e degli ETC/ETN ('ETFplus')
	Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT)
	Mercato telematico degli Investment Vehicle (MIV)
	Mercato degli strumenti derivati (IDEM) per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, co. 2, lettere f) e i) TUF
MTS	MTS Italy
Fonte: CONSOB, settembre 2020.	

Per comprendere il funzionamento dei mercati regolamentati è innanzitutto fondamentale studiarne la struttura organizzativa. Elencando i punti salienti dei mercati regolamentati tramite il Testo Unico della Finanza è possibile affermare che essi:

- a) si dotano di regole chiare e trasparenti riguardanti l'ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione e alla negoziazione;
- b) adottano e mantengono meccanismi efficaci per verificare che gli emittenti dei valori mobiliari ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato rispettino gli obblighi cui sono soggetti ai sensi del diritto dell'Unione europea in materia di informativa iniziale, continuativa e ad hoc;
- c) si dotano di meccanismi atti ad agevolare ai loro membri e ai loro partecipanti l'accesso alle informazioni che sono state pubblicate in base al diritto dell'Unione Europea (art. 66 TUF).

La disciplina organizzativa dei mercati regolamentati consente di assicurare la corretta, ordinata ed efficiente negoziazione degli strumenti finanziari ammessi e la libera negoziabilità degli eventuali valori mobiliari. Solo per completezza, è utile ricordare che nel caso degli strumenti derivati tale disciplina tende ad assicurare che le caratteristiche del contratto derivato siano compatibili con un processo ordinato di formazione del suo prezzo, nonché con l'esistenza di condizioni efficaci di regolamento.

Sul piano dei controlli, è importante sottolineare che la Banca d'Italia e la CONSOB sono rispettivamente investite di specifici poteri di vigilanza sul rispetto delle norme comunitarie dettate dal Regolamento (UE) n. 600/2014 e dalla Direttiva 2014/65/UE sui mercati degli strumenti finanziari.

Non per ultimo, la Banca d'Italia ha l'ulteriore compito di vigilare sull'efficienza e sul buon funzionamento dei sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro, nonché sui soggetti gestori, e può richiedere la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti ai soggetti gestori dei sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro e agli operatori che vi partecipano e può financo eseguire ispezioni presso