

AIM Italia e quotazione delle PMI

Minori regole e maggiori possibilità di successo

Francesco Ferragina

Dottore commercialista –
Partner Kon Spa

Matteo Mancaruso

Dottore commercialista –
Partner Kon Spa

Laura Palmas

Consulente di Kon Spa

L'AIM Italia si propone di replicare il successo ottenuto negli ultimi anni dall'omonimo mercato inglese con una formula molto innovativa: meno regole e maggiori opportunità di incontro di investitori internazionali. Qualche perplessità, legata alla novità del mercato stesso, non deve portare a giudizi affrettati e non positivi su uno strumento di notevole importanza per le imprese di piccole e medie dimensioni italiane.

Nei dibattiti sul sistema finanziario italiano torna ciclicamente il tema dell'esiguità numerica delle società quotate in Borsa. In effetti, il loro numero è sostanzialmente immutato da decenni, nonostante il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e PIL sia cresciuto in maniera rilevante dopo le privatizzazioni degli anni Novanta.¹ In Europa, diversamente, si è assistito negli ultimi anni a un importante flusso di *initial public offering* (IPO), anche di imprese di piccole o medie dimensioni. Molte di queste non hanno avuto luogo sui "tradizionali" mercati regolamentati, ma su MTF (*multilateral trading facilities*).

Lo scopo della presente disamina è quello di inquadrare la figura dell'AIM Italia quale MTF che dallo scorso 25 settembre, a seguito della delibera del Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana, è entrato a fare parte del sistema finanziario domestico.

Tale "innovazione" ha una matrice derivativa, in

quanto l'AIM *model* viene mutuato dall'esperienza anglosassone: il processo di fusione che ha interessato la London Stock Exchange e Borsa Italiana ha dato vita a uno dei più grandi mercati borsistici del mondo e ha avviato un processo basato sulla reciproca collaborazione.

È appena il caso di porre in evidenza le principali caratteristiche degli MTF, che sono oggi regolati in dettaglio dalla direttiva MIFID.² Tali mercati appartengono alla categoria dei cosiddetti *alternative trading systems*, che si sono sviluppati negli anni Novanta a seguito del venire meno del regime di monopolio delle Borse tradizionali e alla loro demutualizzazione. La direttiva MIFID concepisce gli MTF prevalentemente come un luogo alternativo di scambio per strumenti finanziari già quotati su mercati regolamentati.

In verità, essi si presentano frequentemente come circuiti autonomi, spesso coordinati dalla medesima società di gestione dei mercati regolamentati,

¹Permane la validità della riflessione proposta, nonostante il ridimensionamento registrato dal rapporto in oggetto negli ultimi mesi (per un approfondimento si rimanda alle pubblicazioni disponibili sul sito istituzionale di Borsa Italiana S.p.a.).

²A fare data dal 1° novembre 2007 sono in vigore in Italia le previsioni di cui alle direttive europee 2004/39/CE – MIFID e 2006/73/CE recanti le relative misure di esecuzione, come recepite dal decreto 164/2007. Il quadro regolamentare di attuazione è stato completato con l'emanazione dei regolamenti CONSOB e del regolamento congiunto CONSOB/Banca d'Italia.

la cui caratteristica peculiare è che le regole concernenti ammissione alla negoziazione, trasparenza informativa e microstruttura del mercato sono stabilite prevalentemente dalla società di gestione e solo in minima parte dalla legge o dai regolamenti. Ciò sottintende una visione in cui l'ammissione a quotazione ha sempre meno una valenza pubblicistica, ma rappresenta invece un processo tipico dell'attività d'impresa consistente nella gestione dei mercati. Ecco quindi che, secondo i più classici principi di *marketing*, le società di gestione "segmentano" la propria offerta, creando circuiti adatti a determinate categorie di emittenti-investitori. Le stesse società di gestione sono consapevoli del *trade-off* insito nella scelta dell'asprezza dei requisiti di ammissione. Infatti quanto più impegnativi questi saranno, tanto più sarà limitato il numero di potenziali società interessate. Tuttavia un elevato rigore attribuirà un'alta reputazione al mercato stesso.

Attualmente, in Italia, il processo di quotazione su un mercato regolamentato è particolarmente oneroso e lungo. Innanzi tutto Borsa Italiana, pur richiedendo alla banca-*sponsor* della quotazione impegnative dichiarazioni in merito alla "bontà" della società quotanda, esercita direttamente un'intensa attività di analisi, che comporta, per le imprese, la predisposizione di onerosi documenti.

Inoltre, nonostante il legislatore domestico abbia posto, unico in Europa, una presunzione legale di responsabilità per il contenuto del prospetto informativo in capo alla banca responsabile del collocamento, CONSOB effettua interventi invasivi sul documento, così che i tempi di approvazione si attestano mediamente sui due/tre mesi invece dei venti giorni previsti dalla direttiva.

Senza poi citare le tante norme, tutte estranee al diritto comunitario, stratificatesi negli ultimi anni e che, senza alcuna esenzione per le imprese minori, complicano il quadro normativo per le società italiane interessate alla quotazione su un mercato regolamentato.

Appare perciò chiaro che un decisivo incremento nel numero di società quotate in Italia potrà avvenire più facilmente con l'affermarsi anche nel no-

stro Paese di un efficiente MTF. Le piccole e medie imprese hanno bisogno di semplicità e chiarezza procedurale, nonché di tempi certi per la quotazione sul mercato.

Vantaggi e svantaggi del processo di quotazione

Se è vero che, negli ultimi anni, alcuni fattori esterni hanno influenzato il modo in cui gli operatori finanziari si affacciano al mercato dei capitali (che non viene più visto come riservato esclusivamente alle grandi aziende), vi è l'opinione diffusa che le piccole e medie imprese non sono "troppo piccole" per essere quotate in Borsa. Questa è l'opinione condivisa sia dai gestori dei mercati, sia da quegli imprenditori che si trovano ad amministrare realtà di piccole e medie dimensioni che, oggi, più che in qualsiasi altra epoca storica, guardano alla quotazione come un'opportunità concreta. Tale interesse si basa principalmente sulle motivazioni che di seguito si riepilogano e che, per convenzione si dividono in cinque aree.

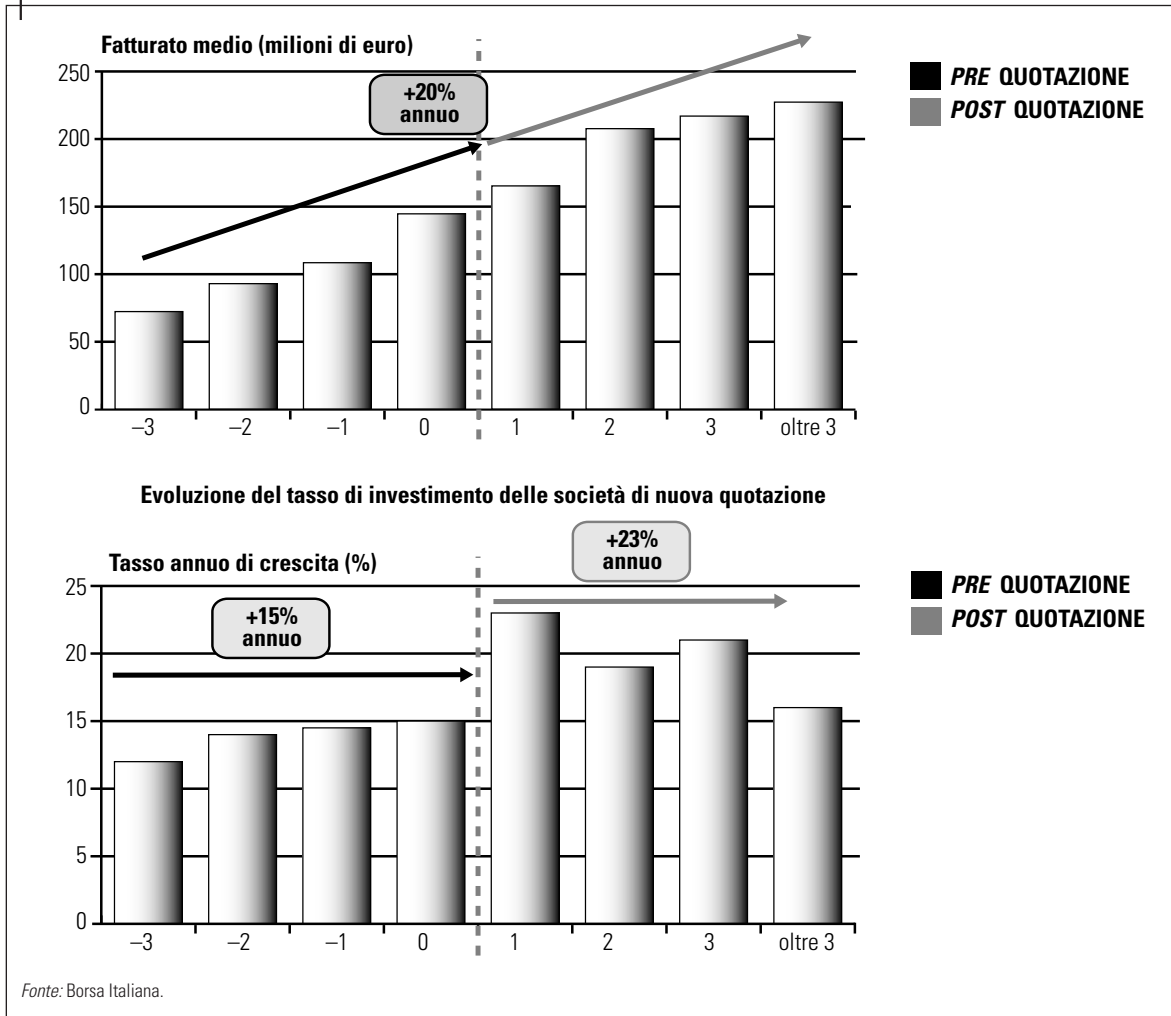
1. La crescita interna implementata mediante la ricerca di nuovi canali di finanziamento a sostegno degli investimenti di sviluppo, che, a sua volta, si divide in:

- ottimizzazione della struttura finanziaria per diversificazione della raccolta;
- graduazione della raccolta di capitali in funzione della crescita.

La presenza delle società su un mercato permette di utilizzare strumenti di raccolta preclusi alle imprese non quotate e consente di collocare più facilmente gli strumenti finanziari emessi. Ciò agevola l'impostazione o il riequilibrio della struttura finanziaria compatibile con la struttura degli investimenti e consente un miglioramento dello *standing* creditizio e una riduzione del costo complessivo del finanziamento per l'impresa. Inoltre sul mercato è possibile reperire capitali di rischio in modo organico e continuativo: tale attività si manifesta già in sede di IPO, perché solitamente, in imprese di piccola e media dimensione, una parte consistente dell'offerta pubblica è sotto forma di aumento di capitale.



Figura 1



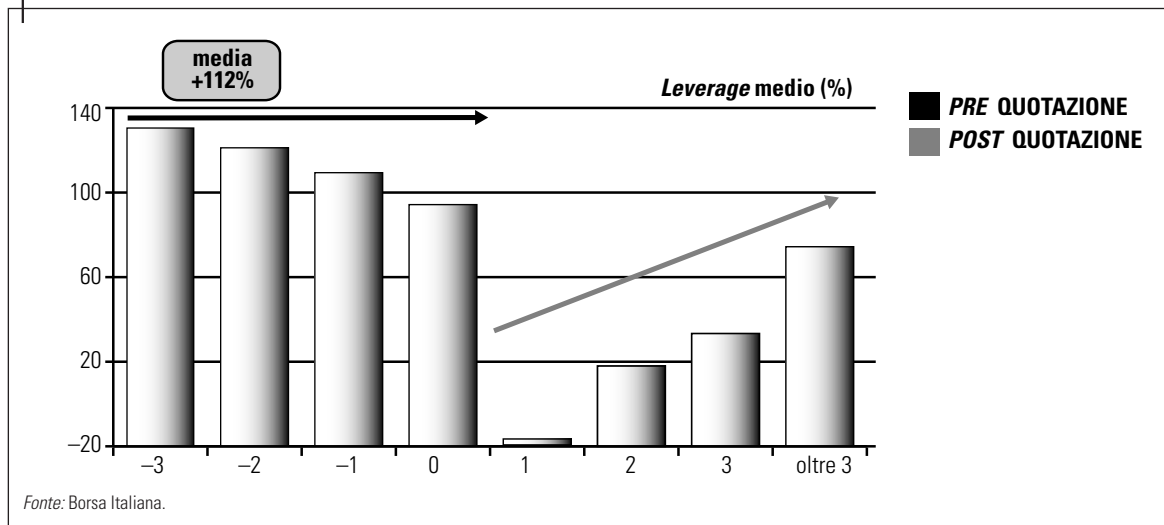
2. La *crescita esterna*, che è tra le principali finalità delle risorse finanziarie reperite mediante il collocamento. La crescita dell'impresa per vie esterne è agevolata, oltre che dalla possibilità di raccogliere le risorse finanziarie direttamente sul mercato, anche dal fatto che il valore della società quotata è costantemente aggiornato per effetto dell'esposizione continua dei corsi dei titoli. Questa situazione consente, tra l'altro, di effettuare operazioni di M&A attraverso lo scambio di azioni. Si vedano le figure 1 e 2.

3. Il *rafforzamento della struttura organizzativa* di una realtà aziendale che si accinge ad affrontare il processo di quotazione deve presentare determinate caratteristiche indispensabili per le esigenze, so-

prattutto di carattere informativo, del mercato finanziario. Tali caratteristiche rivestono una particolare importanza rispetto a quelli formali e concernono l'aspetto strategico, economico-finanziario e organizzativo dell'impresa. Di seguito si cercherà di analizzarle nel dettaglio:

- caratteristiche economico-finanziarie e strategiche (per esemplificazione, assumono particolare rilevanza la chiara visione del *business*, la posizione di *leadership* sul proprio mercato di riferimento, la capacità di perseguire gli obiettivi strategici, la capacità di creare valore per gli azionisti, l'attendibilità dei *budget* e un livello adeguato di redditività prospettica);
- caratteristiche di tipo organizzativo, attraverso

Figura 2



le quali si cerca di ricostruire e prevedere il potenziamento dell'area amministrativa; in particolare, è opportuno: costituire una squadra efficiente e motivata; separare, per quanto possibile, le funzioni di *manager* e quelle di imprenditore; dotare la struttura di capacità tecniche strumentali alla gestione, alla pianificazione e al controllo; aumentare la trasparenza amministrativa; creare funzioni specifiche per i rapporti con il mercato (per esempio, *investor relation*); incentivare il *management* (attuale o futuro) mediante piani di *stock options*.

Il possesso dei requisiti summenzionati pone l'impresa in condizione di affrontare il complesso iter della quotazione e di sfruttare convenientemente le risorse reperite con la quotazione per il perseguimento delle proprie finalità strategiche.

4. Il miglioramento dell'immagine aziendale post quotazione. Tale vantaggio ha effetti di natura commerciale molto rilevanti. Le imprese quotate, infatti, per effetto della trasparenza imposta dai mercati finanziari, acquisiscono una maggiore "affidabilità" rispetto alle imprese concorrenti non quotate; alle imprese quotate viene spesso associata, infatti, una valutazione di una minore rischiosità del *business*. La quotazione in Borsa è inoltre un'importante possibilità per rendersi visibili alla comunità economica e finanziaria: il *reputation capital* diventa per l'impresa una leva di *marketing*.

5. I vantaggi diretti all'azionista possono essere suddivisi in:

- visibilità e controllabilità del valore dell'impresa. Tale vantaggio deriva direttamente dalla presenza sul mercato. Il valore di mercato dei titoli è immediatamente visibile e pertanto conoscibile da parte di qualsiasi investitore. Il valore di ciascun titolo è continuamente esposto e aggiornato e quindi chiunque può conoscere il costo di un investimento in titoli e controllarne la sua evoluzione sul mercato;
- liquidabilità dell'investimento. La quotazione in Borsa consente agli azionisti la monetizzazione dell'investimento e delinea una possibile *way out* per l'imprenditore che non desideri più svolgere un ruolo attivo in azienda. La negoziabilità dei titoli sul mercato consente infatti all'imprenditore di liquidare la propria quota con maggiore facilità. La quotazione è anche il modo con cui gli investitori istituzionali usano spesso disinvestire le proprie attività nelle imprese che prima hanno sostenuto con interventi di *private equity*;
- agevolazione del passaggio generazionale. La quotazione si propone come un valido strumento per risolvere problemi di ristrutturazione delle imprese e si rivela efficace nel caso in cui si verificano problemi di "successione imprenditoriale". Attraverso il collocamento, infatti, è pos-

sibile liquidare le quote dei familiari non più interessati alla gestione direttamente sul mercato. Per completezza si riportano anche i principali svantaggi riconosciuti al processo di quotazione:

- a.** eventuale perdita del controllo della società;
- b.** esigenza di una chiara separazione tra patrimonio personale e aziendale;
- c.** impegni e responsabilità degli azionisti e della società nei confronti del mercato;
- d.** necessità di obblighi informativi continui e rilevanti;
- e.** costi iniziali di accesso al mercato elevati;
- f.** necessità di organizzare una struttura, o potenziarla nel caso sia esistente, con l'obiettivo di fornire informazioni economico-finanziarie al mercato.

In conclusione, i limiti connessi alla quotazione possono essere percepiti in modo più o meno marcato dagli imprenditori in funzione dell'ampiezza del cambiamento che tale processo comporta per l'impresa e, non in ultimo, della cultura aziendale.

Tutti questi svantaggi sono minimizzabili se l'impresa e l'imprenditore si avvicinano alla quotazione con un'adeguata preparazione tecnica e psicologica. Un approccio graduale deve interessare sia l'aspetto strutturale-organizzativo dell'impresa, sia l'aspetto "culturale" della stessa.

L'accordo tra Borsa Italiana e London Stock Exchange

L'accordo per la fusione firmato tra Borsa Italiana e London Stock Exchange (LSE)³ è finalizzato a creare l'integrazione dei rispettivi mercati e a dare vita al principale gruppo borsistico europeo, ponendo le basi per una forte crescita su scala europea e internazionale.

Il 1° ottobre del 2007 il nuovo gruppo formato dall'integrazione delle due Borse è diventato operativo. Dall'accordo è nato il più importante mercato europeo, *leader* in Europa per *listing* e *trading*

di azioni e per il *trading* su sistemi elettronici di ETF, *securitised derivatives* e titoli a reddito fisso.

Il nuovo gruppo ha unito due modelli di *business* altamente efficienti e complementari, coniugando i punti di forza di Borsa Italiana nel mercato azionario italiano, nei derivati, nei *securitised derivatives*, nei titoli a reddito fisso e nei servizi di *post-trading* con quelli del London Stock Exchange negli strumenti azionari del Regno Unito e internazionali.

L'accordo con LSE ha posto inoltre Borsa Italiana nella posizione ideale per rispondere alle sfide lanciate dal recepimento nel settembre 2007 della MiFID, svolta epocale per i mercati finanziari europei e italiano in particolare, con cui si "regolamenta" la figura dei *multilateral trading facilities* (precedentemente analizzati), dei quali l'AIM costituisce il modello di riferimento più rappresentativo.

L'AIM model

L'AIM è stato lanciato dalla LSE nel 1995: rappresenta il principale mercato mondiale dedicato alle piccole e medie imprese ed è il primo mercato europeo per numero di società quotate. Nel corso della sua storia ha ospitato fino a 2.800 (ora 1.609) aziende superando anche il *main market* (il mercato principale della stessa LSE). Il 12 ottobre del 2004 ha costituito un momento fondamentale nella storia dell'AIM, in quanto ha cessato di essere un mercato regolamentato dall'Unione Europea ed è diventato un mercato regolamentato dalla sola LSE.

Il principale vantaggio che rende unico l'AIM rispetto agli altri mercati è che garantisce tutti i benefici derivanti da un mercato regolamentato, ma all'interno di un ambiente disegnato appositamente per quelle imprese che non sono ancora, o non si sentono ancora, in possesso di quei requisiti richiesti dal *main market*. Gli elementi qualificanti che rappresentano i punti di forza di questo mercato sono rappresentati dalla presenza di basse barriere all'entrata per le società emittenti e dall'accentuata snellezza delle procedure in fase di ammissione.

³L'accordo è stato siglato a Milano il 25 giugno 2005.

L'AIM Italia

Il Consiglio di Amministrazione del 24 settembre scorso ha approvato il regolamento per l'AIM Italia, il nuovo mercato Exchange Regulated di Borsa Italiana.

L'impianto regolamentare dell'AIM Italia ha accolto le principali caratteristiche dell'AIM con alcuni adattamenti per rispondere alle peculiarità della realtà italiana. Tali differenze saranno oggetto di un'apposita sezione di questa trattazione, che, senza presunzione di completezza, cercherà di offrire una panoramica di insieme.

Il sistema regolamentare si basa su due regolamenti principali: il regolamento emittenti e il regolamento *nominated adviser*,⁴ ai quali vanno aggiunti i relativi allegati.

La creazione dell'AIM Italia rappresenta un importante obiettivo previsto dall'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange e si propone di offrire alle imprese italiane, in particolare a quelle

di piccola e media dimensione, un flusso addizionale e qualificato di investimenti esteri in capitale di rischio provenienti anche dal mercato inglese, riconosciuto come primo mercato in Europa per numero di fondi specializzati in *small&medium caps*. Di seguito si affronterà la tematica delle peculiarità del nuovo mercato evidenziandone il funzionamento e le prospettive di sviluppo; non mancheranno inoltre approfondimenti inerenti al ruolo e alle responsabilità del NOMAD, figura intorno alla quale ruota l'intero apparato istituzionale dell'AIM.

L'apparato normativo, gli obblighi e i correlati costi sono assai ridotti, rispetto agli altri mercati. Infatti, l'ammissione all'AIM è subordinata al rispetto di poche e semplici condizioni modellate sui principi della trasparenza e della snellezza. L'AIM, a differenza degli altri mercati, non fissa requisiti minimi in termini di:

- dimensione;
- *flottante*;
- *track record* positivo.

Figura 3 – DIFFERENZE DA ANNULLAMENTO

	AIM Italia
Flottante ingresso	Nessun requisito
Bilanci con revisione	3 (<i>due diligence</i> su ultimi 3 bilanci)
Dimensione	Nessun requisito
Requisiti di <i>corporate governance</i>	Non obbligatorio
Pubblicazione dati semestrali	Obbligatoria
<i>Investor relation manager</i>	Non obbligatorio
Requisiti di <i>working capital</i>	Obbligatorio
Presenza del NOMAD	Obbligatorie
Presenza dello specialista (liquidità)	Sì
<i>Track record</i> di bilancio	Nessun requisito

Fonte: Borsa Italiana.

⁴Il *nominated adviser* può essere una banca d'affari, un intermediario finanziario, una società o anche un'associazione professionale iscritto presso un albo speciale tenuto presso la Borsa Italiana S.p.a. e il cui compito è quello di coordinare l'intero processo di quotazione e fare da garante per la società nei confronti della comunità finanziaria. Di seguito denominato NOMAD.

Gli obblighi ai quali la società è sottoposta per potersi quotare sono pochi e consistono in:

- essere costituiti sotto forma di società per azioni (S.p.A.) o come società analoga alla normativa del proprio Paese di origine;
- assicurare la libera trasferibilità delle proprie azioni;
- nominare il *nominated adviser*;
- dimostrare la disponibilità di sufficiente capitale operativo per gestire le attività della società nei primi 12 mesi successivi alla quotazione;
- predisporre il documento di ammissione ovvero il prospetto informativo.

La soddisfazione dei requisiti sopra riepilogati risulta essere sufficientemente agevole. Pertanto la vera difficoltà delle società sarà quella di convincere un intermediario abilitato, il *nominated adviser*, che si è pronti per il processo di quotazione. La certificazione da parte del NOMAD equivale all'ammissione al mercato, in quanto non è previsto un successivo ulteriore esame della domanda di ammissione da parte di Borsa Italiana S.p.A. o di altri soggetti. Il *nominated adviser* svolge concretamente il ruolo di selettore delle imprese ammesse alla quotazione, delle quali esaminerà con particolare attenzione:

- qualità e integrità del *management team*;
- potenzialità di crescita del modello di *business*;
- possibilità di successo della raccolta di fondi presso il pubblico.

Poiché il *nominated adviser* è implicitamente il garante della società quotanda davanti alla comunità finanziaria, nello svolgimento del ruolo di valutazione demandatogli sarà supportato da esperti contabili che sottopongono a un processo di *due-diligence* i dati della società e delle sue eventuali controllate e le previsioni elaborate dal *management* circa la prevedibile evoluzione della gestione.

La due-diligence termina solitamente con la predisposizione di due *report*, entrambi a carattere estremamente confidenziale, che potranno essere analizzati dal solo NOMAD e dal *management* della società quotanda.

Nel primo *report* il NOMAD riporta un parere in merito alle procedure contabili adottate dalla so-

cietà e alla regolarità del processo di elaborazione dei dati economico-finanziari con la quale la stessa si presenterà al mercato. Nel secondo *report*, il *working capital report*, si esprime sull'effettiva disponibilità, da parte della società, di capitale operativo sufficiente nei primi 12 mesi dopo la quotazione.

La società quotanda, come accennato, dovrà essere giudicata sulla base della reputazione del proprio *management*. Il NOMAD, sulla base di una sorta di *due-diligence* degli amministratori e dei dirigenti della società, procederà ad analizzare l'idoneità del *management*, che dovrà per sommi capi avere i seguenti requisiti:

- avere una struttura chiaramente definita e in grado di collaborare, oltre a un *leader* riconoscibile. Allo stesso tempo, il venire meno di un suo componente non deve determinare danni irreparabili alla struttura;
- essere dotato di esperienza nel settore in cui opera la società e vantare capacità finanziarie, di gestione, di *marketing* e di vendita;
- essere in grado di fornire adeguata informazione al pubblico finanziario e al mercato in senso lato, in tempi ragionevoli.

Il *nominated adviser*, mediante la somministrazione di questionari, l'analisi dei *curricula* e le informazioni pubblicate disponibili, valuterà le capacità del *management*. Il *background* del *management* costituisce altresì parte dell'informativa a corredo della domanda di ammissione ovvero del prospetto informativo. La forza della *corporate governance* viene analizzata anche in funzione delle esperienze pregresse del *management* in riferimento alle quali un giudizio di merito viene formulato sulla base delle *performance* finanziarie passate della società. Tuttavia tale indicatore, per essere attendibile, dovrà essere confrontato con l'andamento del settore e dei concorrenti più prossimi della realtà analizzata.

Sebbene la valutazione dell'abilità del management sia altamente soggettiva e nella pratica ci si possa avvalere di diversi criteri, vi sono degli indicatori che, complice l'esperienza, vengono riconosciuti come idonei a valutare quanto indagato.

Questi consistono, per esempio, nella conoscenza dei mercati, dello sviluppo del settore, oltre alla capacità di raggiungere gli obiettivi prefissati.

Compito del *nominated adviser* è anche quello di assicurarsi che la classe dirigente della società sia consapevole dei costi e degli obblighi che il processo di quotazione comporta e che non ricorra al processo come mera opportunità di reperire risorse, ma sia sospinta da valide motivazioni. Si ricorda che alla base di una qualunque operazione di natura finanziaria deve ricondursi un'anima "operativa". È appena il caso, poi, di soffermarsi sugli altri due elementi che spingono il NOMAD verso il sostenimento di una realtà quotanda. In riferimento alle prospettive e al modello di *business*, sebbene una società con una storia di successo alle spalle operante in un settore in crescita costituisca lo stereotipo del candidato ideale, anche una società presente in un settore maturo nel quale detiene un forte posizionamento può incontrare il favore del *nominated adviser*. È pertanto ipotizzabile l'avvio di un processo di quotazione anche per quelle realtà che non siano ancora in utile. Nel caso in cui ricorra tale situazione, occorre che il NOMAD sia convinto, alla luce delle analisi condotte, del fatto che la profittabilità possa essere raggiunta in tempi ragionevoli.

Le modalità di ammissione e permanenza nel nuovo mercato

L'AIM è un MTF ai sensi della direttiva MIFID e non è quindi un mercato regolamentato ai sensi di legge; è invece *exchange regulated*, cioè regolamentato dalla stessa Borsa.

Ai fini dell'ammissione sul mercato, l'emittente deve presentare a Borsa Italiana, almeno 10 giorni prima dell'ammissione, la comunicazione di pre-ammissione, contenente informazioni sulla propria attività e sul collocamento. Almeno tre giorni prima della quotazione, deve presentare la do-

manda di ammissione accompagnata da un documento di ammissione, che verrà pubblicato.

Per l'ammissione all'AIM Italia la due-diligence sulla società è di competenza del NOMAD incaricato di valutare l'appropriatezza della società rilasciando apposita dichiarazione a Borsa Italiana. Pur non prevedendo un prospetto vero e proprio, il documento di ammissione è costruito sul modello dello schema di prospetto,⁵ come previsto dalla normativa europea.

La permanenza in Borsa è subordinata alla continuità dell'assistenza del NOMAD,⁶ nonché alla presentazione, da parte della società con titoli quotati, di *report* periodici e annuali riguardanti le *performance* economico-finanziarie, oltre alla pubblicazione della documentazione riguardante le operazioni che potrebbero avere un impatto sull'andamento futuro della gestione e quindi sull'andamento del corso azionario.

La relazione semestrale deve essere pubblicata a partire dai primi sei mesi successivi agli ultimi dati con i quali si è presentata al listino. Tale relazione, composta da stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario a sezioni contrapposte, deve essere presentata entro tre mesi dalla fine del periodo considerato. Diversa scadenza è prevista per il bilancio d'esercizio, che deve essere presentato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio.

I prospetti dei quali si è fatta menzione devono essere predisposti in base ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS), diversamente da quanto stabilito dall'AIM inglese, che, al contrario, prevede la possibilità di adottare uno dei cinque sistemi di principi contabili indicati nell'art. 19 del regolamento.

L'emittente dovrà inoltre fornire adeguata informazione a Borsa Italiana e/o al mercato qualora ricorrano:

- cambiamenti rilevanti dell'assetto societario;
- cambiamenti del gruppo dirigente;
- transazioni delle azioni del gruppo dirigente;

⁵Lo schema della domanda di ammissione come quella di pre-ammissione costituiscono parte integrante del regolamento emittenti.
⁶Il regolamento degli emittenti all'art. 1, comma 4, stabilisce che al venire meno del NOMAD, il titolo viene prontamente sospeso e il mancato provvedimento che comporti la riassegnazione dell'incarico, decorso il termine di due mesi, costituisce causa di revoca dalle negoziazioni.

- cambiamenti nella data di chiusura del bilancio;
- cambiamenti del nome;
- cambiamento di sede;
- differenze tra le effettive *performance* economico-finanziarie e le previsioni contenute nel documento di ammissione.

Tempi del processo di quotazione

Il processo di quotazione è caratterizzato da tempi decisamente rapidi: si stima che abbia una durata di 24 settimane, organizzate come segue:

- 24 settimane prima della quotazione avviene la scelta del NOMAD e la definizione del calendario;
- 12 settimane prima della quotazione deve essere predisposta dal NOMAD la *due-diligence*, la revisione delle aree problematiche, l'elaborazione delle bozze dei documenti necessari alla quotazione; inizia altresì l'attività per la definizione del prezzo e si avviano gli incontri con gli analisti;
- 6 settimane prima dell'ammissione si predispongono in maniera pressoché definitiva i documenti necessari, si svolgono altri incontri con la comunità finanziaria e si effettua il *roadshow*;
- 10 giorni prima dell'ammissione viene presentata la domanda di pre-ammissione in Borsa (e tre giorni prima della quotazione la domanda definitiva);
- 1 settimana prima dell'ammissione alla quotazione vengono approvati tutti i documenti, definita la struttura dell'offerta e stabilito il prezzo dello strumento finanziario da quotare.

Principali divergenze con il modello originario

Come si è già scritto in precedenza, il regolamento AIM Italia segue pedissequamente il regolamento dell'AIM LSE. Per quanto, però, ai due regolamenti corrisponda la stessa numerazione e la stessa rubrica, vi sono delle differenze.

Prima di mettere a confronto i due regolamenti nel dettato letterario è opportuno fare un'ulteriore distinzione. Infatti, se le differenze di matrice regolamentare costituiscono approssimativamente il 70% delle differenze totali tra i due modelli, il ri-

manente 30% deriva dal contesto normativo di riferimento, che risulta formato – si ricorda – dalle disposizioni e dai regolamenti dei sistemi domestici (quello italiano e quello inglese) a cui fanno riferimento le due Borse.

Per quanto concerne l'analisi del dettato letterario dei regolamenti, ferme restando le divergenze alle quali si può attribuire una matrice "linguistica" derivante dalla traduzione, si evidenziano una serie di differenze non sostanziali, ma che tuttavia mostrano il diverso portato storico delle due realtà esaminate, caratterizzato da un differente grado di maturità dei due mercati.

Si riportano in *tabella 1* le principali differenze dei regolamenti afferenti i due mercati.

Conclusioni

Dopo la fusione tra Borsa Italiana e LSE, gli operatori si aspettavano che in qualche modo il modello AIM fosse importato in Italia. Borsa Italiana S.p.A. ha accettato la sfida di scommettere sulla formula, snella e sperimentata, dell'AIM inglese, per incentivare i tanti imprenditori della media impresa italiana a entrare nel mercato finanziario.

L'AIM Italia è un'occasione importante per il sistema Italia. Tuttavia, affinché sia un successo, non deve rimanere circoscritto al solo mercato finanziario domestico, troppo ristretto, ma è necessario coinvolgere gli investitori internazionali specializzati in società a piccola capitalizzazione e favorire la nascita/sviluppo di analoghi soggetti in Italia. Questo sarà il principale sforzo di Borsa Italiana.

Ma anche le imprese dovranno fare la loro parte: per essere appetibili e attirare l'interesse straniero occorre che le società quotate nell'AIM perseguano l'eccellenza nel proprio *business*. La finanza non è altro che un volano che può aiutare ad accrescere il valore delle imprese, ma affinché l'effetto moltiplicativo funzioni in maniera virtuosa occorre che le attività poste in essere dalle realtà quotate abbiano alla base un *business* forte, un'idea imprenditoriale che tanto ha differenziato l'impresa italiana nel tempo e che ha portato l'affermazione del *made in Italy* nel mondo.

Tabella 1

N. articolo e rubrica	London Stock Exchange	Borsa Italiana
Art. 1 – Ruolo del <i>nominated adviser</i>	Se l'emittente AIM cessa di avere il <i>nominated adviser</i> , la Borsa [...] Se entro 1 mese dalla data della sospensione, l'emittente AIM non provvede a sostituire [...] viene disposta la revoca dalle negoziazioni.	Se l'emittente AIM ITALIA cessa di avere il <i>nominated adviser</i> , Borsa Italiana [...]. Se entro 2 mesi dalla data della sospensione, l'emittente AIM ITALIA non provvede a sostituire [...] viene disposta la revoca dalle negoziazioni.
Art. 2 – Comunicazione pre-ammissione	In caso di modifica a tali informazioni prima dell'ammissione, [...] la Borsa può ritardare la prevista data di ammissione di ulteriori <i>20 giorni</i> di mercato aperto qualora l'emittente sia quotato; ¹ diversamente il termine è fissato a <i>10 giorni</i> .	In caso di modifica a tali informazioni prima dell'ammissione, [...] Borsa Italiana può ritardare la prevista data di ammissione di ulteriori <i>10 giorni</i> di mercato aperto.
Art. 3 – Domanda di ammissione	L'articolo propone una divisione tra emittenti quotate e non quotate: i primi non devono redigere la domanda di ammissione, a meno che non espressamente previsto dal <i>prospectus rules</i> pubblicato periodicamente da FSA (<i>financial services authority</i>). Gli emittenti non quotati dovranno presentare la domanda di ammissione e la documentazione correlata, che dovrà essere disponibile per almeno un mese dalla data di ammissione.	Rimanda contenuti e termini all'art. 26 – Diffusione dell'informativa societaria.
Art. 5 – Documentazione di ammissione	[...] almeno tre giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione, l'emittente deve pagare i corrispettivi e inviare [...] la domanda di ammissione completa e una versione elettronica del documento di ammissione.	
Art. 8 – <i>Investing company</i>	Laddove l'emittente sia un' <i>investing company</i> , ai fini dell'ammissione, deve raccogliere un minimo di 3 milioni di sterline in contanti tramite un collocamento che si concluda alla data di ammissione ovvero immediatamente prima dell'ammissione stessa.	Laddove l'emittente sia un' <i>investing company</i> , ai fini dell'ammissione, deve raccogliere un minimo di <i>5 milioni</i> di euro in contanti tramite un collocamento che si concluda alla data di ammissione ovvero immediatamente prima dell'ammissione stessa.
Art. 11 – Diffusione dell'informativa <i>price sensitive</i>	Definisce l'informativa <i>price sensitive</i> mediante un'elencazione di quattro punti: – dati economico-finanziari; – sfera delle attività; – <i>performance del business</i> ; – aspettative di performance.	Si riferisce a informazioni privilegiate senza dare una definizione.
Art. 19 – Bilancio d'esercizio	I principi contabili seguiti per la redazione dei prospetti economico-finanziari sono i seguenti: – International Accounting Standard; – statunitensi (US Generally Accepted Accounting Principles); – canadesi (Canadian Generally Accepted Accounting Principles); – giapponesi (Japanese Generally Accepted Accounting Principles); – australiani (Australian IFRS).	I principi contabili seguiti per la redazione dei prospetti economico-finanziari sono i seguenti: – International Accounting Standard.
Art. 29 – Domande per successive emissioni	Prevede la possibilità di ammettere un numero specifico di attività finanziarie a quotazione sotto un regime di base (<i>block admission</i>).	
Art. 32 – Negoziabilità delle azioni	Non vi sono limiti alla negoziazione, a patto che questi non siano previsti dall'apparato normativo, dallo statuto o da regolamenti che vadano a normare in materia di circolazione.	
Art. 36 – Liquidazione	Non viene individuata un'entità di riferimento.	La procedura di liquidazione fa riferimento alla Monte Titoli S.p.A.
Art. 41 – Revoca	L'assemblea ordinaria delibera nella materia di cui al presente articolo con tanti voti che rappresentino il 75% del capitale sociale.	L'assemblea ordinaria delibera nella materia di cui al presente articolo con tanti voti che rappresentino il 90% del capitale sociale.
Art. 42 – Provvedimenti		Nel mutuare l'elencazione dei provvedimenti non viene prevista la censura.
<p>¹Il regolamento originario prevede la figura dell'emittente quotato definendola come quell'emittente che almeno nei 18 mesi precedenti alla presentazione della domanda di ammissione all'AIM abbia visto i propri titoli negoziati su alcuni mercati espressamente individuati dalla pubblicazione dell'LSE "AIM <i>designed market</i>": di seguito si definirà con emittente quotato questa fattispecie.</p>		

