

La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese

Un obiettivo possibile per facilitare lo sviluppo

**Francesco
Ferragina**

Partner di Kon Spa,
dottore commercialista,
docente a contratto
di Finanza aziendale
all'Università di Firenze

La quotazione in Borsa è spesso intesa dagli imprenditori, soprattutto di piccole e medie dimensioni, come un punto d'arrivo, il coronamento di una vita di duro lavoro e di crescita che a un certo punto un soggetto finora sconosciuto, il mercato finanziario, decide di riconoscere e valorizzare. La Borsa, invece, quando è correttamente utilizzata, può essere uno strumento di reperimento dei capitali necessari allo sviluppo che non stravolge la vita normale di un'impresa e che offre invece notevoli opportunità. Ciò, in particolare, per le PMI.

Il mercato dei capitali non è riservato alle grandi aziende: le piccole e medie imprese non sono troppo piccole per essere quotate in Borsa e sono spesso dotate della maggior parte degli strumenti che servono a produrre le informazioni che il mercato richiede.

Queste e altre sono le principali osservazioni proposte a un imprenditore di piccole e medie dimensioni quando si avvicina per la prima volta al tema della quotazione in Borsa e non ne conosce bene le caratteristiche e le opportunità. Colpa di un passato, nemmeno troppo lontano, in cui solo i titoli delle grandi imprese avevano accesso al salotto buono della finanza italiana, in cui gli operatori finanziari erano prevalentemente nazionali e in numero ristretto. È vero, quindi, che le piccole e medie imprese erano in un certo senso "snobbate" dal mercato finanziario: il processo di selezione era molto duro, non vi era un reale interesse, e forse nemmeno la cultura, per accrescere il listino delle società quotate, i costi erano proibitivi soprattutto se il controvalore offerto non era sufficientemente elevato. In altre parole, alle PMI il mercato finanziario era, nei fatti, precluso: per finanziare lo sviluppo era più agevole ricorrere alla finanza tradizionale.

Negli ultimi anni qualcosa è cambiato. Alcuni fattori esterni hanno influenzato il modo in cui gli operatori finanziari tradizionali, le banche, supportano la finanza delle imprese: da un lato, la concentrazione in atto da tempo nel mondo bancario spersonalizza i rapporti tra banche e imprese con la necessità, da parte di queste ultime, di adeguare la propria struttura finanziaria a parametri più oggettivi, in linea con le richieste degli istituti di credito. Dall'altro, il nuovo accordo sul capitale, meglio conosciuto come "Basilea 2", ha rafforzato l'esigenza di dotarsi di strumenti di pianificazione e controllo della finanza al fine di rientrare nei *desiderata* delle banche.

Tutto ciò ha favorito la crescita di un certo livello di cultura finanziaria e la conseguente consavolezza negli imprenditori che la finanza, se ben gestita, è una risorsa importante per creare valore, mentre, quando è mal gestita o, più spesso, non è gestita, è fonte di problemi notevoli non risolvibili con la semplicità o le consuetudini di qualche anno addietro.

In questo contesto si inseriscono altri due elementi importanti: la globalizzazione del mercato finanziario che ha consentito al nostro Paese di avvicinare investitori istituzionali esteri che trovano in Italia buone opportunità di investimento e le riforme del mercato mo-

f

finanza d'impresa



biliare in genere e di quello di Borsa in particolare, che hanno “ridotto le distanze” tra PMI e mercato. Proprio questo ultimo aspetto ci proponiamo di approfondire tentando di porre in evidenza quanto le ultime regolamentazioni del mercato di Borsa vogliano favorire l'accesso di imprese di piccole e medie dimensioni.

Motivazioni della quotazione

Ma perché ci si dovrebbe quotare? Quali sono le motivazioni che spingono gli imprenditori ad andare in Borsa?

Nonostante le semplificazioni introdotte negli ultimi anni per la quotazione delle PMI su specifici mercati, in particolare l'Expandi, il processo di quotazione rimane complesso e articolato e presuppone una forte motivazione strategica dell'imprenditore che utilizza la Borsa come una delle modalità per reperire risorse finanziarie, manageriali e altre intangibili (notorietà, *standing* ecc.) funzionali al proprio processo di sviluppo.

Le principali motivazioni indicate dagli imprenditori sono le seguenti:

Nuovo canale di finanziamento a sostegno degli investimenti di sviluppo

- Finanziare nuovi progetti
- Sostenere finanziariamente la crescita dei volumi di attività
- Rafforzare la struttura finanziaria
- Creazione di valore

Crescita per linee esterne

- Sostenere finanziariamente eventuali acquisizioni anche per mezzo dell'emissione di nuove azioni

Rafforzamento dell'organizzazione aziendale

- Maggiore strutturazione delle procedure interne e dell'assetto organizzativo
- Politiche retributive complementari per il *Management* e i dipendenti (*stock option*, *tranche* riservate in fase di IPO)

Miglioramento dell'immagine aziendale post-quotazione

- Miglioramento dello *standing* creditizio
- Rafforzamento del Brand
- Maggiore attrattiva per le Risorse Umane

Possibilità di monetizzazione dell'investimento per gli azionisti

- Realizzazione dell'investimento (in particolare per investitori istituzionali)
- Politica di dividendi
- Agevolazione del passaggio generazionale

Reperimento di risorse finanziarie per la crescita

Ottimizzazione della struttura finanziaria per diversificazione della raccolta

La presenza sul mercato di Borsa consente 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.

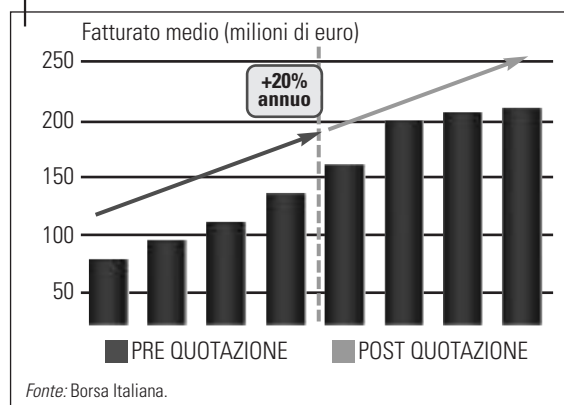
Graduazione della raccolta di capitali in funzione della crescita

In Borsa è possibile reperire capitali di rischio *in modo organico e continuativo*: tale attività si manifesta già in sede di *initial public offering* (IPO), perché in imprese di piccola e media dimensione una parte consistente dell'offerta pubblica è sotto forma di aumento di capitale.

Crescita esterna¹

È tra le principali destinazioni 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 di effettuare operazioni di M&A attraverso lo scambio di azioni. Si vedano le *figure 1, 2, 3,*

Figura 1



¹Per “crescita esterna” si intende il processo di crescita fondato su operazioni straordinarie (per esempio, su acquisizioni di altre società).

in cui si vuole rappresentare la variazione registrata su taluni fattori per effetto della quotazione.

Figura 2 – EVOLUZIONE DEL TASSO DI INVESTIMENTO DELLE SOCIETÀ “DI NUOVA QUOTAZIONE”

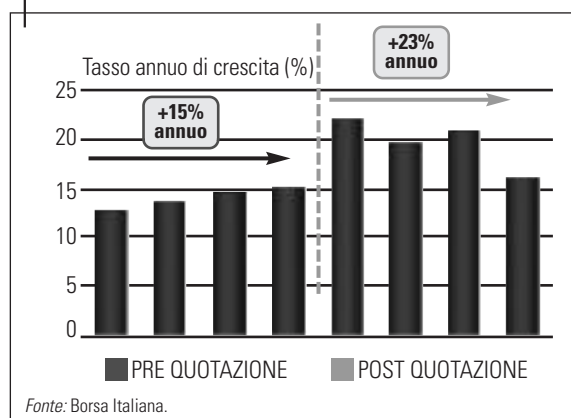
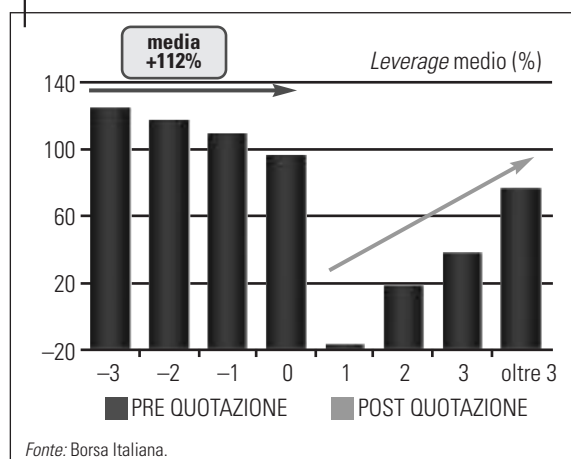


Figura 3



Rafforzamento della struttura organizzativa

Un'impresa che si accinge ad affrontare il processo di quotazione deve presentare determinate caratteristiche indispensabili per le esigenze soprattutto di carattere informativo del mercato finanziario.

Tali caratteristiche rivestono una particolare importanza rispetto a quelle formali e concernono l'aspetto strategico, economico-finanziario e organizzativo dell'impresa. 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.

Tra le caratteristiche economico-finanziarie e strategiche possono avere rilievo:

- 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*;
- un livello adeguato di redditività prospettica.

Tra le caratteristiche di tipo organizzativo, nota dolente per le PMI, si devono analizzare quelle che concernono la struttura gestionale ed è necessario prevedere il potenziamento dell'area amministrativa. In particolare, è opportuno:

- costituire una squadra efficiente e motivata: è di fondamentale importanza potere contare su un *team* compatto e responsabilizzato in cui siano chiaramente definite le responsabilità di ciascuno e in cui tutte le competenze gestionali siano adeguatamente distribuite;
- 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;
- avere trasparenza amministrativa;
- creare aree specifiche per i rapporti con il mercato (per esempio, *investor relation*).

Incentivi per il *management* (attuale o futuro) per effetto della messa a punto di piani di *stock options*

Molte imprese hanno adottato per il *management* e talvolta per i dipendenti dei piani di *stock options* che si sono mostrati utili per incentivare i *managers* a raggiungere gli obiettivi di *budget* e per fidelizzare le figure professionali (per esempio, i consulenti) più importanti per lo sviluppo e la crescita dell'impresa.

Miglioramento dell'immagine aziendale post quotazione

Tale vantaggio ha effetti di natura commerciale molto rilevanti. Le imprese quotate, infatti, grazie

f

finanza d'impresa



alla 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 anche un'importante possibilità per rendersi visibili alla comunità economica e finanziaria: il *reputation capital* diventa per l'impresa una leva di *marketing*.

La quotazione offre vantaggi diretti anche all'*azionista*.

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 imprendito-

riale". Attraverso il collocamento, infatti, è possibile liquidare le quote dei familiari non più interessati alla gestione direttamente sul mercato.

Limiti della quotazione

I limiti connessi alla quotazione in Borsa possono essere percepiti in modo più o meno marcato dagli imprenditori in funzione dell'ampiezza del cambiamento che tale processo comporta per l'impresa. I principali limiti percepiti sono i seguenti:

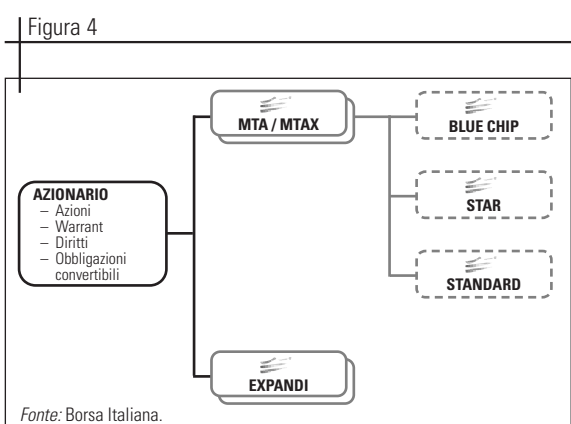
- eventuale perdita di controllo;
- esigenza di una chiara separazione tra patrimonio personale e aziendale;
- impegni e responsabilità degli azionisti e della società nei confronti del mercato;
- necessità di obblighi informativi continui e rilevanti;
- costi iniziali di accesso al mercato elevati;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

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.

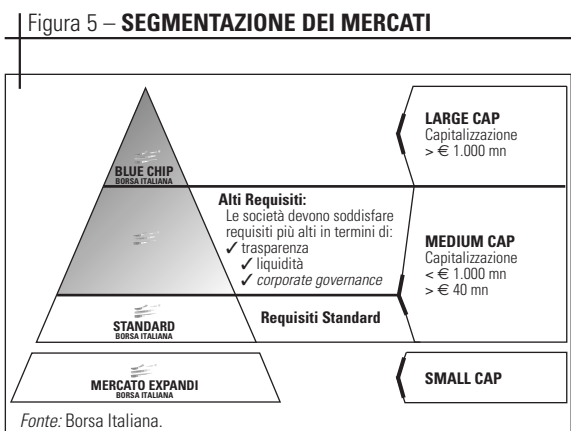
PRINCIPALI LIMITI PERCEPITI
Ingresso di nuovi soggetti nella compagine societaria
Maggiori obblighi di comunicazione verso l'esterno
- Informativa periodica nei confronti degli azionisti anche in riferimento alle scelte strategiche
- Informazione periodica relativa all'andamento gestionale
- Diffusione di informazioni <i>price-sensitive</i>
- Revisione contabile obbligatoria
Sostenimento di costi <i>una tantum</i> e gestionali
- Costi legati al processo di quotazione (incluso il tempo del personale interno e del <i>management</i> dedicato al processo di quotazione)
- Redazione del bilancio in base ai principi IAS/IFRS con possibile incremento dei costi di consulenza

Ma che cosa è la Borsa e in che cosa consiste la segmentazione dei mercati?

La Borsa Italiana³ è la società che si occupa della gestione e della regolamentazione del mercato. Oltre a queste funzioni, la Borsa svolge molteplici attività organizzative, commerciali e promozionali che si propongono di sviluppare i mercati da essa gestiti. La Borsa italiana ha creato un sistema di mercati che offrono a ciascuna impresa gli strumenti più opportuni, quasi “su misura” per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento. Questo sistema è costituito dal MTA, a sua volta segmentato in Blue chip, STAR e Standard, e dall'Expandi, il mercato nato per favorire l'accesso di imprese di piccola e media dimensione. Si veda la *figura 4*.



La scelta del mercato di quotazione deve essere in linea con le caratteristiche e con le esigenze della società quotanda. Borsa Italiana, a titolo esemplificativo, rappresenta questo aspetto come in *figura 5*.



Il mercato Expandi è destinato ad accogliere imprese di piccole e medie dimensioni operanti in settori tradizionali che presentano dati economico-finanziari positivi, ma soprattutto che hanno un progetto di crescita che intendono attuare sfruttando le opportunità offerte dal mercato di Borsa. Expandi è stato proprio progettato con lo scopo di ridurre al minimo i limiti che abbiamo esposto in precedenza e che spesso costituiscono per l'imprenditore una barriera, quantomeno psicologica, nell'avvicinamento al mercato. Numerose sono infatti le semplificazioni introdotte per l'accesso, non soltanto in termini di capitalizzazione e flottante, ma anche in termini di reportistica, di obblighi informativi e di *governance* rispetto al mercato principale.

Altro pregio di Expandi è quello di rappresentare una buona via di accesso al mercato dei capitali, pur senza volere suggerire un posizionamento definitivo. La Borsa ha infatti semplificato il passaggio agli altri segmenti del mercato non prevedendo l'obbligo di adempimento successivo di alcune formalità previste per le IPO's nel mercato principale e nei suoi segmenti.

I requisiti richiesti agli emittenti non sono stringenti come quelli previsti per i diversi segmenti del mercato principale. È necessario che l'impresa sia costituita in forma di società per azioni e deve possedere il requisito dell'esistenza (non sono in teoria possibili quindi le *start-up*). Deve avere pubblicato il bilancio di esercizio negli ultimi due anni, di cui almeno l'ultimo certificato. In effetti, questo aspetto merita un'ulteriore specificazione: la normativa europea prevede che siano almeno tre gli ultimi bilanci certificati e questo supera implicitamente quanto previsto nelle disposizioni regolamentari nazionali. Inoltre, l'emittente deve operare in condizioni di autonomia gestionale e deve disporre di un sistema di controllo di gestione adeguato rispetto alle caratteristiche dell'impresa (l'adeguatezza viene attestata in sede di collocamento dal Presidente del collegio sindacale).

Dal punto di vista economico-finanziario, è richie-

³La Borsa Italiana è una società per azioni sorta per effetto della privatizzazione del mercato finanziario italiano attuata nel 1997. Il primo regolamento di attuazione della Borsa italiana SpA, emesso a seguito delle disposizioni contenute nel D.Lgs. 58/1998, è del 2 gennaio 1998 ed è stato seguito da numerose delibere della Consob.



sto un *track record* positivo dal punto di vista economico e, diversamente rispetto ad altri mercati, è richiesto anche un requisito di sostenibilità finanziaria che deve essere verificato per due esercizi. Si veda la *tabella 1*.

Tabella 1

Flottante ingresso	10% (min. € 750.000 market cap)
Bilanci con revisione	1
Dimensione	Capitalizz. min € 1 m
CdA amm. non esecutivi e indipendenti	NO
Comitato di controllo interno	NO
Comitato remunerazione	NO
Pubblicazione dati trimestrali	NO
Investor Relation manager	NO
Sito	NO
Informazioni contabili italiano/inglese	NO
Presenza dello Specialista liquidità	NO
Track Record di bilancio	MOL > 0; RO > 0; UN > 0 UN > 100.000 € ultimo esercizio PFN/MOL < 4

Ma conviene davvero quotarsi sul mercato Expandi? Che prospettive offre questo mercato di apprezzamento del titolo?

Dopo qualche anno di funzionamento il mercato Expandi sembra avere raggiunto una certa stabilità.

Vi sono operatori chiaramente identificabili che investono in *small cap*, istituzioni finanziarie e *advisor* sia finanziari sia legali che spesso hanno *unit* specifiche per il supporto al processo di collocamento delle imprese.

Questo spesso si traduce in minori costi di accesso e in maggiori probabilità di successo dei collocamenti.

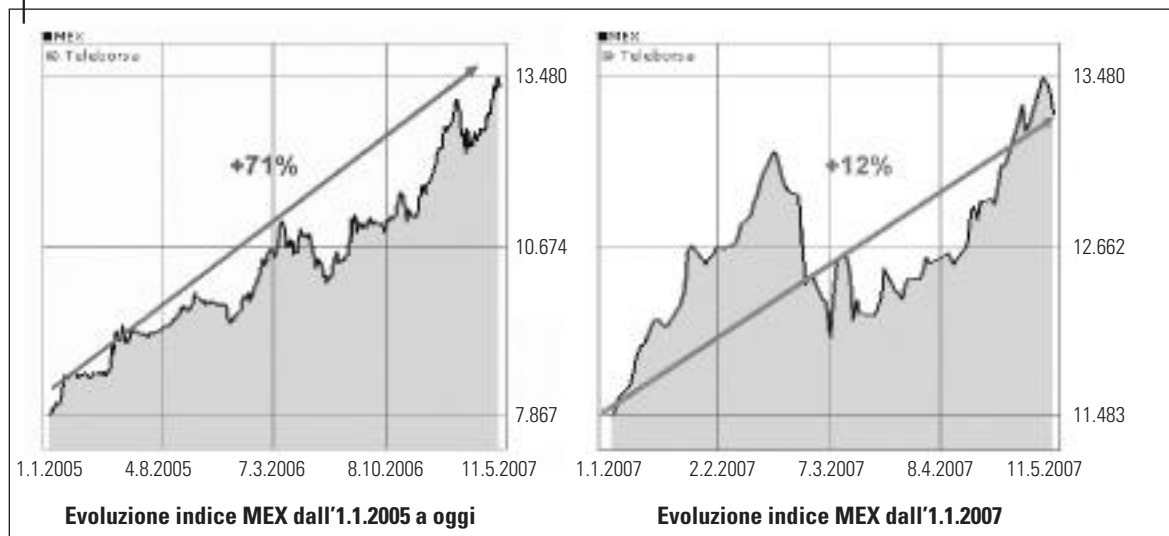
Nel corso del 2006 sul mercato Expandi sono state ammesse a quotazione 8 nuove società su un totale di 46 nuove ammissioni sui mercati di Borsa Italiana.

Borsa Italiana, con una media giornaliera di 4,5 miliardi di euro, ha raggiunto la quarta posizione in Europa per gli scambi di azioni sui sistemi telematici, davanti a Madrid (4,4), OMX (3,1) e SWX-Virt-x (2,7) e dietro a Euronext (9,3), Londra (8,8) e Deutsche Börse (6,3). Star e mercato Expandi sono risultate le due aree a più forte tasso di crescita.

L'indice MEX, composto da tutte le azioni del mercato Expandi, rappresenta l'andamento dei titoli di tutte le società quotate sul mercato Expandi. Si veda la *figura 6*.

L'andamento delle quotazioni è molto elevato e l'indice evidenzia, nel complesso, un notevole incremento del corso dei titoli.

Figura 6



Le società che sono quotate all'Expandi sono mediamente piccole e presentano le seguenti caratteristiche:

MERCATO EXPANDI BORSA ITALIANA	
Dimensione aziendale	Piccole dimensioni
Capitalizzazione media	€ 46 Mln
Capitale raccolto - Flottante	€ 12 m (Flottante 30%)
OPS vs OPV	89% vs 11%
Investitori	In prevalenza italiani con quote dal 50%-100% dell'offerta

Tabella 2

Società	Mercato	Ricavi	Crescita triennale ricavi	Margine Operativo Lordo	MOL in % sui ricavi	Crescita triennale MOL	Cash Flow operativo	Posizione finanziaria netta
Bioera	Expandi	33,3	18%	5,4	16%	15%	6,9	13,4
Monti	Expandi	16,3	95%	1,7	10%	1.038%	1,2	1,8
Caleffi	Expandi	43,3	6%	5,4	12%	3%	5,6	10,8
Kerself	Expandi	23,3	na	4,1	18%	na	0,7	13,5
Noemalife	Expandi	14,3	33%	2,9	20%	190%	2,4	6,1
Pierrel	Expandi	14,7	na	2,0	14%	na	2,1	7,4
Antichi Pellettieri	Expandi	153,6	16%	20,1	13%	33%	17,4	43,7
Valsoia	Expandi	44,4	34%	5,3	12%	40%	5,5	4,8
Arkimedica	Expandi	58,7	21%	8,5	14%	9%	9,5	29,4
Mediana		33,4	21%	5,3	14%	33%	5,5	10,8

Fonte: rielaborazione su dati Borsa Italiana e Bilanci.

Molte delle società quotate hanno buone prospettive di crescita e propongono al mercato di essere supportate nel realizzare le proprie strategie.

Per esempio, alcune delle ultime società quotate hanno le caratteristiche indicate in *tabella 2*.

In estrema sintesi, il mercato Expandi si propone come una valida alternativa a molte situazioni in cui può essere interessato anche un investitore istituzionale. Nonostante ciò è meno invasivo, ma al tempo stesso impone alcuni obblighi di trasparenza che necessitano di un adeguamento della struttura organizzativa/amministrativa delle imprese coinvolte.

f

finanza d'impresa

CONTABILITÀ E BILANCIO

PriceWaterhouseCoopers

CONTROLLO LEGALE DEI CONTI E REVISIONE CONTABILE

Il volume **fornisce risposte** sotto il profilo dottrinale, giuridico, professionale e soprattutto tecnico operativo **in tema di revisione contabile**.

L'opera comprende gli **aspetti giuridici** e le **fonti normative** di riferimento, la definizione del **contratto di revisione**, il **processo di pianificazione**, la valutazione del **sistema di controllo interno**, l'identificazione dei **rischi** connessi alla revisione e alle specifiche aree del bilancio, le **norme tecniche di svolgimento**, la **modulistica** con **esempi di lettere e carte di lavoro**, le **relazioni sul bilancio** e **casì di revisioni speciali** in particolari situazioni.

Al volume è allegato anche un **CD-Rom** che **contiene modelli, check list, lettere standard** e tutti gli **strumenti necessari** per la pianificazione delle fasi del lavoro di revisione

Pagg. 1200 + CD-Rom - € 90,00

Per ulteriori informazioni: tel. 02.4587010

Il Sole
24 ORE

Disponibile anche nelle migliori librerie

SHOPPING24 Disponibile anche sul sito www.shopping24.it

QUOTAZIONE
DELLE PMI

Contabilità finanza
e controllo
6.2007

531