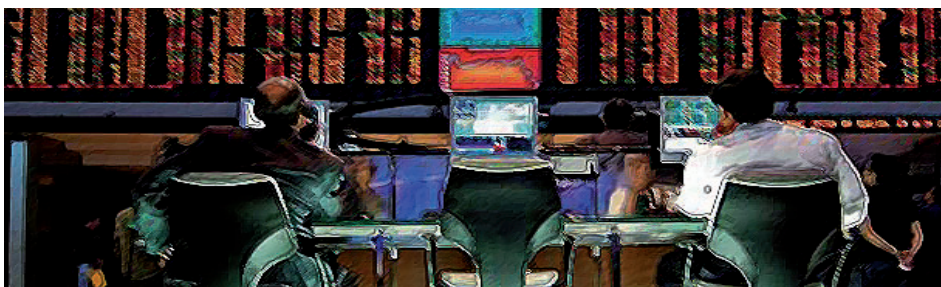


Carlo Arlotta, Antonio Boccia, Elisabetta Coda Negozio,  
Lorenzo Dal Maso, Alfredo Imparato, Giovanni Liberatore,  
Giovanni Pappalardo, Francesca Parente, Livio Pasquetti,  
Guido Prati, Giuditta Renoldi, Giorgio Venturini, Francesco Paolo Virgilio

# **Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia**

## **Opportunità e proposte**

*Prefazione di Barbara Lunghi*



**FrancoAngeli**



**MANAGEMENT**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



# ECONOMIA E MANAGEMENT

---

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Carlo Arlotta, Antonio Boccia, Elisabetta Coda Negozio,  
Lorenzo Dal Maso, Alfredo Imparato, Giovanni Liberatore,  
Giovanni Pappalardo, Francesca Parente, Livio Pasquetti,  
Guido Prati, Giuditta Renoldi, Giorgio Venturini, Francesco Paolo Virgilio

# **Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia**

## **Opportunità e proposte**

*Prefazione di Barbara Lunghi*

**FrancoAngeli**

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.  
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni  
della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

Questo studio è stato promosso da:



*Gotha Advisory S.p.A.*, Equity Partner di Borsa Italiana S.p.A., è la prima organizzazione italiana di Commercialisti specializzati in Finanza e Mercati, con sedi a Milano, Lecco, Brescia, Reggio Emilia, Firenze e Roma. Nasce per offrire alle PMI ad elevato tasso di innovazione e di crescita un insieme integrato di servizi di consulenza in tema di processi di quotazione, operazioni di *M&A*, reti d'impresa, pianificazione e controllo, operazioni di ristrutturazione finanziaria, *corporate governance*. L'obiettivo strategico di Gotha Advisory S.p.A. è quello di affermarsi quale consulente specializzato ed innovativo di servizi professionali orientati alla crescita delle PMI attraverso la quotazione o l'apertura del capitale ad investitori professionali.

*Il Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati (C.E.F.&M.)* è un'Associazione di Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili costituita il 9 settembre 2010 e attualmente frequentata da circa 40 Commercialisti, appartenenti ad altrettanti studi professionali presenti in tutta Italia. Tutti gli Associati fondatori hanno ottenuto la qualifica di "esperti in processi di quotazione" dopo aver frequentato in Milano un corso di specializzazione organizzato da Borsa Italiana e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (CNDCEC).

*Baldi & Partners S.r.l.*, è società Partner Equity Markets di Borsa Italiana, accreditata e ammessa nel Registro dei *Nominated Adviser (Nomad)*. Il *Nomad* è un soggetto esperto e specializzato in *Equity Capital Market* a cui Borsa Italiana ha conferito tale qualifica dopo averne verificato i requisiti di elevata onorabilità, reputazione e competenza nell'affiancare le Società che intendono quotarsi sull'AIM Italia.

Baldi & Partners ha elaborato il "*Baldi's Rating powered by MOODY'S*" e svolge attività di consulenza in operazioni di *Corporate Finance*, di *M&A*,

nell'emissioni di *Bond* e altri titoli di debito, nella elaborazione di *Budget*, *Business Plan*, Piani industriali e di risanamento.

*Consilia Business Management S.p.A.* è stata costituita nel maggio 2004 ed è frutto della condivisione di esperienze nel campo delle attività di consulenza, rivolte a banche, intermediari finanziari e società industriali e commerciali. È Partner Equity Market di Borsa Italiana. In particolare, offre servizi su: IPO e *Corporate Finance* ed M&A; *Governance & Control*; *Enterprise Risk Management*; *Regulatory Compliance* e *Corporate Social Responsibility*.

e realizzato da

*Carlo Arlotta* è docente di *compliance* e gestione dei rischi presso l'Università dell'Insubria di Varese. Presidente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e Direttore della Scuola di Finanza della Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano.

*Antonio Boccia* ha maturato diverse esperienze nell'ambito dell'Equity Capital Markets. In Abaxbank prima e Banca Aletti poi, ha preso parte all'execution di diverse operazioni di quotazione sui Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Successivamente nel Team Mid & Small Cap Market di Borsa Italiana, ha ricoperto il ruolo di Relationship Manager promuovendo i mercati di Borsa Italiana presso società non quotate. Da oltre tre anni in Baldi & Partners dove svolge il ruolo di amministratore e di Key Executive di diverse società quotate su Aim Italia.

*Elisabetta Coda Negozio*, dottore commercialista e revisore legale, ha svolto l'attività presso aziende, occupandosi principalmente di ristrutturazioni, di valutazioni d'azienda, di attività di revisione. Attualmente è analista del credito *corporate e financial institutions* presso un primario istituto bancario. Relatrice e coordinatrice presso la SAF in temi di finanza e controllo di gestione. È iscritta nell'elenco dei professionisti esperti in Mercati Finanziari presso Borsa Italiana. È socia fondatrice del "Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati".

*Lorenzo Dal Maso* ha conseguito la laurea specialistica in Finance presso l'Università commerciale Luigi Bocconi di Milano e, dopo un'esperienza lavorativa presso la divisione Investment Advisory della Julius Baer Bank, sta svolgendo il dottorato di ricerca in economia aziendale presso l'Univer-



sità di Firenze. Le sue aree di interesse riguardano le operazioni straordinarie, la private equity evaluation, la valutazione d'azienda, le accounting anomalies e la stock return predictability.

*Alfredo Imparato* è dottore commercialista e revisore contabile e fiscale, esperto nei processi di quotazione (attestato rilasciato da Borsa Italiana in seguito a corso di specializzazione), consulente tecnico del Tribunale di Milano in operazioni societarie, consulente in materia di *corporate finance*, controllo di gestione, redazione di budget e analisi finanziarie e di bilancio. È docente di corsi presso Assolombarda in materia di bilancio. Relatore a convegni organizzati dall'Ordine Dottori Commercialisti di Milano in tema di fiscalità internazionale e finanza.

In qualità di liquidatore ha svolto attività di advisory per la predisposizione ed esecuzione di piani industriali in continuità al fine di preservare il valore dell'azienda in crisi. È sindaco di società multinazionali quotate in mercati regolamentati.

*Giovanni Liberatore* è professore ordinario di valutazione d'azienda presso la Facoltà di Economia di Firenze; Adjunct Professor di Financial Accounting per la New York University e docente di sistemi di controllo per la Luiss Business School. Ha partecipato e coordinato svariati progetti di ricerca (UE, MIUR e CNR) in tema di bilancio, controllo e valore d'azienda. È autore di varie pubblicazioni nazionali e internazionali.

Dottore Commercialista e Revisore Contabile, è consulente tecnico del Tribunale Civile e Penale di Firenze, membro di Consigli di Amministrazione e Collegi Sindacali di varie società di capitali.

*Giovanni Pappalardo* è iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano. Conseguito il Master Tributario Infor-Ipsoa ('98-'99) per alcuni anni ha svolto l'attività presso Klegal (già KStudioAssociato) di KPMG International in Milano, maturando significative esperienze in tema di fiscalità diretta e iva, nazionale ed internazionale, operazioni straordinarie e piani di riassetto societario, due *diligence*, accertamento e contenzioso tributario, valutazioni d'azienda. Attualmente esercita l'attività professionale anche in collaborazione con studi professionali di consulenza, integrando le competenze anche nel settore della società a partecipazione pubblica. È membro della Commissione Informatica presso l'Ordine e del consiglio della Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano. È iscritto nell'elenco dei professionisti esperti in Mercati Finanziari presso Borsa Italiana.

*Francesca Parente*, dottore commercialista e revisore legale, svolge l'attività professionale presso aziende e studi di consulenza aziendale. È iscritta nell'elenco dei professionisti esperti in mercati finanziari presso Borsa Italiana. Collabora presso la Luiss Guido Carli in Roma nelle cattedre di contabilità e bilancio e principi contabili internazionali – IAS/IFRS. È socia fondatrice del “C.E.F.&M”. È sindaco di società appartenenti a gruppi multinazionali quotati in mercati regolamentati.

*Guido Prati* è dottore commercialista *partner* di Studio Baldi ed esperto in operazioni di *M&A*, *equity capital market* ed in ristrutturazioni societarie. Presidente del Club dei Commercialisti Esperti in Finanza e Mercati, Vice-Presidente e *Key Executive* di Baldi & Partners, Consigliere di Gotha Advisory. È consulente, amministratore e sindaco di numerose società di medie dimensioni e gruppi nazionali, anche quotati. Relatore in numerosi convegni in materia di *corporate finance*, quotazione d'impresa e supporto alle *start up*.

*Livio Pasquetti* è docente di valutazione d'azienda presso la Facoltà di Economia di Firenze, dottore commercialista e revisore contabile, socio fondatore dello Studio Paratore Pasquetti & Partners che, costituito nel 1998 a Firenze, fornisce servizi di advisory legali, fiscali ed aziendali, attraverso un team integrato di dottori commercialisti e di avvocati. Specializzato in corporate finance, valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e due diligence, è iscritto nell'elenco dei professionisti esperti in Mercati Finanziari presso Borsa Italiana. È Presidente di Gotha Advisory S.p.A.

*Giuditta Renoldi*, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili dal 1982, fonda nel 1995 l'omonimo studio che offre un'assistenza completa in ambito fiscale, civilistico e contabile, con competenze specialistiche a favore di intermediari finanziari anche nei rapporti con Banca d'Italia. È sindaco e revisore legale in società di piccole e medie dimensioni. È iscritta al Registro Revisori Legali dei Conti G.U. 31/BIS DM 12.4.95. È coordinatrice della Commissione Mediazione civile presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti di Brescia nonché membro di organismi di conciliazione in qualità di mediatore civile e commerciale.

*Giorgio Venturini*, dottore commercialista e revisore legale, è membro di collegi sindacali, organismi di vigilanza e revisore legale di varie società di medie e grandi dimensioni. È docente a contratto dell'istituto di Accounting dell'Università Bocconi di Milano nei corsi in materia di bilancio, auditing

e risk assessment. È membro della faculty dell'Osservatorio di Revisione della SDA Bocconi.

*Francesco Paolo Virgilio* si laurea a pieni voti in economia e finanza presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi e Master of Science in Finance presso il medesimo ateneo; analista finanziario presso l'Equity Capital Markets – Cash Team di Barclays Investment Banking a Londra dove si occupa di IPOs, SEOs, Follow Ons, ABBs e prodotti equity linked per clienti europei, africani e del Medio Oriente.

Si ringraziano per il loro contributo

Juri Bonasia, Matteo Zampedri.

Un ringraziamento particolare va rivolto anche Methorios Capital, ed in particolare al dott. Francesco Falconi, che ha fornito contributi e testimonianze fondamentali per la redazione del presente testo.

Il testo fa riferimento alla normativa vigente al momento della messa in stampa e ai dati ufficiali pubblicati.



# Indice

<b>Prefazione</b> , di <i>Barbara Lunghi</i>	pag.	15
<b>1. Le esperienze internazionali per facilitare la crescita delle PMI: il <i>Jobs Act</i> e il <i>Crowdfunding</i></b>	»	19
1.1. <i>Job Act</i> aprile 2012: gli obiettivi USA	»	19
1.1.1. Obiettivo <i>Jumpstart Our Business Start-ups Act</i>	»	19
1.1.2. Schema <i>Jobs Act</i>	»	21
1.1.3. <i>Emerging Growth Company</i>	»	22
1.1.4. Variazioni al processo di quotazione	»	23
1.1.5. Esenzioni transitorie per le neo-quotate (max 5 anni)	»	25
1.1.6. Performance azionaria <i>Emerging Growth Companies</i>	»	25
1.1.7. Testimonianze dai mercati	»	25
1.2. <i>Crowdfunding</i>	»	26
1.2.1. Il <i>Crowdfunding</i> in USA	»	30
1.2.2. Il <i>Crowdfunding</i> in Europa	»	32
1.2.3. Il <i>Crowdfunding</i> in Italia	»	33
1.2.4. <i>Start-up</i> innovative e Regolamento Consob sull' <i>Equity-based Crowdfunding</i>	»	34
1.2.5. Sviluppi normativa italiana <i>equity crowdfunding</i>	»	38
1.2.6. Accesso ai capitali per le <i>start up</i> e le piccole imprese ante <i>Jobs Act</i> negli USA	»	39
1.2.7. Caratteristiche 300 aziende oggetto della ricerca	»	40
1.2.8. Storie di successo	»	42

<b>2. I mercati dedicati alle PMI nelle principali esperienze europee</b>	pag.	44
Introduzione	»	44
2.1. AIM UK: i perché di un successo	»	45
2.1.1. Introduzione e descrizione del mercato	»	45
2.1.2. Caratteristiche distintive del mercato	»	46
2.1.3. Fattori critici di successo	»	46
2.1.4. Alcuni dati dell'AIM UK	»	50
2.2. Alternext	»	54
2.2.1. Le principali caratteristiche	»	54
2.2.2. Un breve excursus storico	»	55
2.3. Marché Libre	»	57
2.3.1. Le principali caratteristiche	»	57
2.4. Alcuni dati del Marché Libre e confronto con Alternext	»	57
2.5. Il progetto “Borsa dell’Impresa”	»	59
2.6. Testimonianza di due società italiane di successo che hanno scelto di quotarsi su Marché Libre	»	63
2.6.1. AZ Leasing	»	63
2.6.2. Mediocredito Europeo S.p.A.	»	64
2.6.3. Perché Marché Libre	»	64
2.6.4. Breve testimonianza di Az Leasing	»	66
2.6.5. Conclusione	»	66
<b>3. Il rapporto tra PMI e mercati in Italia</b>	»	68
3.1. Le PMI nel sistema economico italiano ed europeo	»	68
3.2. AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale	»	72
3.2.1. Premessa	»	72
3.2.2. Caratteristiche e finalità	»	73
3.2.3. Il Nomad	»	74
3.2.4. I vantaggi della quotazione	»	75
3.2.5. Il Nuovo Indice FTSE AIM Italia	»	78
3.2.6. Frendy Energy ha scelto AIM Italia	»	79
3.2.7. Safe Bag, emittente AIM Italia dal 12 settembre 2013	»	82
3.3. PMI italiane e quotazione: i perché di un gap	»	86
3.4. Gli strumenti per incentivare la quotazione delle PMI italiane	»	88
<b>4. Incentivi fiscali e quotazione: analisi e proposte</b>	»	90
4.1 Premessa	»	90
4.2. Sistema di incentivi fiscali	»	90
4.2.1. Lo stato dell’arte in Italia	»	93

4.2.2. Orientamenti Comunitari sugli aiuti di Stato per PMI	pag.	97
4.2.3. Obiettivi Commissione Europea “Europe 2020”	»	102
4.2.4. Incentivi fiscali per le PMI ammesse alla quotazione – possibili scenari	»	111
4.2.5. Un’ipotesi di proposta – incentivi in capo all’investitore istituzionale e retail	»	116
4.2.6. Le nostre proposte innovative	»	119
4.2.7. Conclusioni	»	121
<b>Allegato 1 – Time for Growth – favorire la quotazione in borsa, Astrid-Respublica, Fondazione di cultura politica, 10 dicembre 2012</b>	»	123
<b>Allegato 2 – Libro Bianco per le PMI italiane e la Borsa – documento programmatico per accrescere il numero di piccole e medie imprese italiane quotate, maggio 2010</b>	»	125
<b>Allegato 3 – Piattaforme di Crowdfunding italiane</b>	»	126
<b>Allegato 4 – Principali Piattaforme di Crowdfunding internazionali</b>	»	127
<b>Allegato 5 – Elenco Emittenti AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale</b>	»	128
<b>Allegato 6 – Strumenti Fiscali</b>	»	130
<b>Allegato 7 – I Soci del Club dei Commercialisti Esperti in Finanza &amp; Mercati (CEF&amp;M)</b>	»	132
<b>Allegato 8 – I Soci di Gotha Advisory S.p.A.</b>	»	133
<b>Bibliografia</b>	»	135





## Prefazione

Favorire la quotazione in Borsa delle PMI o rimuovere eventuali inefficienze, consente di convogliare risorse finanziarie sulle realtà più competitive della nostra economia, favorendo innovazione, creazione di occupazione e più in generale la crescita.

Una recente ricerca dell'Università Bocconi mostra che le società quotate crescono più di quelle non quotate in termini di valore aggiunto e occupati; esse hanno una struttura finanziaria più equilibrata e una maggiore propensione a crescere tramite acquisizioni.

Un maggior numero di PMI quotate o comunque aperte al mercato dei capitali significa, infatti:

- favorire il processo di selezione delle eccellenze imprenditoriali;
- creare occupazione in modo strutturale garantendo la crescita dell'intera filiera produttiva;
- orientare il risparmio delle famiglie alle imprese del proprio territorio e non al finanziamento di imprese estere quotate che competono con le nostre aziende a livello internazionale;
- aumentare il gettito fiscale nel medio periodo grazie alla maggior creazione di valore;
- disincentivare l'evasione fiscale: le PMI aperte al mercato devono operare in un regime di massima trasparenza e sono sottoposte a diversi livelli di controllo che rendono l'evasione fiscale quantomeno complessa.

L'accesso al mercato dei capitali rappresenta, inoltre, una delle più importanti forme di attrazione di capitali internazionali per le aziende di un Paese ed in particolare per le aziende in grado di competere a livello internazionale; infatti, grazie alla quotazione in Borsa, le aziende hanno la pos-

sibilità di consolidare la propria leadership, finanziare salti dimensionali significativi e rafforzare la loro struttura finanziaria.

La quotazione in Borsa consente di mobilitare un importante ammontare di capitale estero sia in fase di prima quotazione sia con successivi aumenti di capitale. L'interesse degli investitori esteri è forte nei confronti delle PMI eccellenti quotate: basti pensare che oltre l'80% dell'ammontare detenuto dagli investitori istituzionali nei titoli del segmento STAR è concentrato nelle mani di investitori istituzionali esteri.

Ciò nonostante il nostro Paese si distingue per una vistosa anomalia a livello internazionale, con un basso numero di società quotate in Borsa e una scarsa propensione al ricorso al finanziamento *equity*, con evidente privilegio del ricorso al classico finanziamento bancario e/o pubblico, che limita di fatto la possibilità di attrarre flussi di capitali internazionali e in ultima analisi la competitività del Paese.

Va anche sottolineata un'ulteriore anomalia, ovvero l'assenza di investitori professionali domestici specializzati nell'investimento in società di più piccole dimensioni, nonché di un flusso consolidato di investimenti che abbiano un orizzonte di lungo periodo. Molte delle società che si sono quotate su Aim Italia hanno un profilo domestico e la necessità di raccogliere capitali modesti: da qui l'esigenza di poter contare su un pool di capitali domestico, non influenzato da tensioni di liquidità e sufficientemente paziente per attendere risultati di medio periodo, tipici di realtà innovative che hanno necessità di investire sulla loro crescita.

L'assenza di una comunità di investitori domestici rende inoltre più difficoltosa l'attrazione di fondi di investimento esteri, che tipicamente preferiscono condividere il proprio investimento con fondi professionali domestici, che dovrebbero essere in grado di meglio interpretare le opportunità di investimento del proprio Paese.

Il risultato è che le imprese italiane si posizionano al di fuori dei circuiti naturali di accesso agli investimenti internazionali di tipo finanziario e si trovano in uno strutturale svantaggio competitivo rispetto alle omologhe concorrenti straniere.

Tale anomalia è destinata, in termini prospettici, a divenire sempre più critica con l'accrescersi del livello di internazionalizzazione delle imprese e dei flussi di capitali. Il nostro Paese rischia così di consolidare la sua posizione di esportatore netto di risparmi, soprattutto se destinati a investimenti produttivi.

Migliorare le condizioni di contesto che facilitano l'accesso al mercato dei capitali e ai circuiti finanziari internazionali da parte delle PMI risulta ormai imprescindibile e questo volume si fa promotore di proposte concrete, che mi auguro possano suscitare il dibattito necessario ad innestare circoli virtuosi, che convogliano uomini e capitale verso le eccellenze imprenditoriali del nostro Paese.

*Barbara Lunghi*  
Head of Mid&Small Caps – Primary Markets,  
Borsa Italiana – LSEG



# 1. Le esperienze internazionali per facilitare la crescita delle PMI: il Jobs Act e il Crowdfunding

## 1.1. Job Act aprile 2012: gli obiettivi USA

### 1.1.1. Obiettivo Jumpstart Our Business Start-ups Act

Lo scorso 5 aprile 2012, il Presidente Obama ha approvato il *Jumpstart Our Business Start-up Act (JOBS Act)* con l'intento di stimolare la crescita economica del Paese mediante l'apertura dei mercati dei capitali alle *Emerging Growth Companies (EGCs)* ed a nuovi progetti imprenditoriali.

Per quanto l'acronimo rievochi il tema del mercato del lavoro – *Jobs* – caposaldo della normativa è la deregolamentazione nazionale delle leggi della Sec. La strategia è, infatti, quella di ridurre la “mole” informativa richiesta dalle leggi post-depressione del: (a) *Securities Act* del 1933 e (b) *Securities Exchange Act* del 1934.

Fin da subito la proposta è stata accolta con largo consenso da parte dei politici americani. La legge H.R. 3606 – prima stesura di quella che sarebbe diventato in seguito l'atto definitivo – giunse in Senato con il voto favorevole di 222 Repubblicani e 168 Democratici. Il 22 marzo 2012 anche il Senato stesso approvò la versione definitiva con larga maggioranza: 73 favorevoli e 26 contrari.

Sfogliando l'atto, si comprende come i Senatori abbiano deciso di approvare una proposta di legge avente lo scopo di stimolare la crescita imprenditoriale ed economica delle società – fin dalle prime fasi di costituzione – mediante: (a) l'eliminazione dei limiti quantitativi ai fini del *crowdfunding* e (b) la semplificazione dell'intero processo di quotazione.

La possibilità per l'impresa di raccogliere capitali *on line*, divenendo emittente attraverso un percorso con minori obblighi informativi e una *compliance* ridotta, rappresenta un cambiamento significativo delle regole