

Ottobre 2018

La quotazione delle PMI su AIM Italia

Francesco Mocci e Giacomo Chieragato, Studio legale Zitiello Associati

1. Introduzione: le politiche di sostegno delle PMI

L'attuale contesto normativo si connota per la convergenza di politiche sia comunitarie che nazionali verso misure di sostegno e sviluppo delle piccole e medie imprese.

In ambito europeo, la direttiva 2014/65/UE (di seguito, "MiFID 2"), entrata in vigore lo scorso 3 gennaio, ha come obiettivo – tra gli altri – quello di agevolare l'accesso ai finanziamenti per le PMI ⁽¹⁾, tema che da tempo è riconosciuto come una delle priorità fondamentali dell'Unione ⁽²⁾.

In particolare, al fine di raggiungere tale scopo, MiFID 2 ha introdotto una nuova categoria di MTF – i cd. "mercati di crescita per le PMI" – per ampliare la possibilità delle imprese di minore dimensione di reperire liquidità presso il pubblico risparmio.

L'intento è di superare gli ostacoli allo sviluppo dei mercati dedicati a strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese – riconducibili agli elevati costi di *compliance* per gli emittenti e alla scarsa liquidità dei titoli emessi dalle PMI che funge da deterrente per gli investitori ⁽³⁾ – mediante lo sviluppo di una regolamentazione uniforme che, da una lato, consenta di alleggerire gli oneri amministrativi per

⁽¹⁾ Cfr. Considerando n. 132 MiFID 2.

⁽²⁾ Si veda ad esempio la Comunicazione della Commissione Europea al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato delle Regioni e al Comitato Economico Sociale Europeo del 7 dicembre 2011 recante un piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti (reperibile su www.eur-lex.eu) in cui si riconosce che "il successo economico dell'Europa si basa in larga misura sulla capacità delle piccole e medie imprese (PMI) di sfruttare pienamente il loro potenziale di crescita". L'abbattimento degli ostacoli per le PMI nel reperire finanziamenti è stato inoltre individuato come primario punto di intervento anche dalla *Capital Market Union midterm Review* pubblicata nel giugno del 2017 dalla Commissione Europea.

⁽³⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Inception impact assessment. Building a proportionate Regulatory Environment to Support SME listing*, 2017, pagg. 1-2, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-6181849_en.

l'emittente e, dall'altro, garantisca comunque un elevato grado di tutela per gli investitori ⁽⁴⁾.

Per quanto concerne la normativa interna, sono state recentemente introdotte una serie di agevolazioni fiscali volte a incentivare l'afflusso di risorse verso le piccole e medie imprese.

In primo luogo, assumono rilevanza i Piani Individuali di Risparmio (PIR) ⁽⁵⁾, previsti dalla l. 11 dicembre 2016, n. 232 (di seguito, la "legge di bilancio 2017"). Questi sono uno strumento molto efficace per veicolare i risparmi verso le PMI poiché, da un lato, esentano dall'imposta sul reddito i proventi derivanti dall'investimento in PIR e, dall'altro, il legislatore impone che le somme o i valori destinati nel PIR siano obbligatoriamente investiti in parte in titoli emessi da imprese di minore dimensione ⁽⁶⁾.

In secondo luogo, la l. 27 dicembre 2017, n. 205 (di seguito, la "legge di bilancio 2018") ha previsto un credito di imposta per le spese di consulenza sostenute dalle PMI che decidano di quotarsi in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione. Per definire le modalità e i criteri della concessione dell'agevolazione fiscale, è stato recentemente emanato il decreto del Ministero dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministero dell'Economia e delle Finanze del 23 aprile 2018 ⁽⁷⁾.

⁽⁴⁾ Cfr. Considerando n. 133 MiFID 2.

⁽⁵⁾ I PIR sono una particolare forma di investimento riservata alle persone fisiche. Ciascuna persona può destinare a PIR un massimo di 30.000 euro all'anno, e comunque entro un limite complessivo di 150.000 euro. Affinché si possa beneficiare delle agevolazioni fiscali previste dalla legge di bilancio 2017, è necessario inoltre che ciascun investimento annuo venga mantenuto per almeno 5 anni.

⁽⁶⁾ L'art. 1, comma 102, della legge di bilancio 2017 prevede che il 70% delle somme del PIR siano investite in titoli di strumenti di imprese italiane e di questo 70%, il 30% deve essere destinato agli strumenti di imprese italiane emessi da società diverse da quelle comprese nell'indice FTSE Mib, e dunque in titoli di PMI.

⁽⁷⁾ In particolare, le PMI che presentano domanda di ammissione al mercato entro il 31 gennaio 2020, potranno usufruire di un credito di imposta, utilizzabile esclusivamente in compensazione, pari al 50% delle spese di consulenza sostenute per un massimo di 500.000 euro a partire dal 1° gennaio 2018. L'art. 4 del decreto in questione ha stabilito che *"Sono ammissibili al credito d'imposta i costi relativi alle seguenti attività di consulenza: a) attività sostenute in vista dell'inizio del processo di quotazione e ad esso finalizzate, quali, tra gli altri, l'implementazione e l'adeguamento del sistema di controllo di gestione, l'assistenza dell'impresa nella redazione del piano industriale, il supporto all'impresa in tutte le fasi del percorso funzionale alla quotazione nel mercato di riferimento; b) attività fornite durante la fase di ammissione alla quotazione e finalizzate ad attestare l'idoneità della società all'ammissione medesima e alla successiva permanenza sul mercato; c) attività necessarie per collocare presso gli investitori le azioni oggetto di quotazione; d) attività finalizzate a supportare la società emittente nella revisione delle informazioni finanziarie storiche o prospettive e nella conseguente preparazione di un report, ivi incluse quelle relative allo svolgimento della due diligence finanziaria; e) attività di assistenza della società emittente nella redazione del documento di ammissione e del prospetto o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati o per la produzione di ricerche così come definite nell'articolo 3, comma 1, numeri 34 e 35 del regolamento (UE) n. 596/2014; f) attività riguardanti le questioni legali, fiscali e contrattualistiche strettamente inerenti alla procedura di*

È evidente che la somma di questi interventi abbia come risultato di stimolare le PMI ad avvalersi per il reperimento delle risorse necessarie all'attività d'impresa di strumenti finanziari di propria emissione negoziati in mercati *ad hoc*, creando una valida alternativa al tradizionale canale del ricorso al credito bancario.

2. AIM Italia

Dal contesto che si sta venendo a formare non potrà che trarre benefici AIM Italia. Questo è un MTF (*Multilateral Trading Facility*) gestito da Borsa Italiana S.p.A. (di seguito, "Borsa Italiana") nato nel 2008 sulla scia del successo del mercato AIM del *London Stock Exchange*, dedicato alla negoziazione di titoli di piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, che ad oggi conta 113 società quotate.

2.1. AIM Italia "mercato di crescita per le PMI"

Cogliendo l'occasione offertasi di aumentare considerevolmente il proprio *appeal* sia nei confronti degli emittenti che degli investitori, Borsa Italiana ha richiesto e ottenuto la registrazione presso Consob di AIM Italia come "mercato di crescita per le PMI" ⁽⁸⁾.

Sono stati così apportate le modifiche necessarie ai regolamenti del mercato affinché fossero rispettati i requisiti richiesti da MiFID 2 e dalla relativa normativa delegata ai fini dell'ottenimento di tale qualifica, che dovranno essere mantenuti nel tempo, pena la revoca della registrazione ⁽⁹⁾.

In particolare, il principale presupposto richiesto è che almeno il 50% degli emittenti presenti nel mercato siano PMI ⁽¹⁰⁾.

A tal fine, MiFID 2 si cura di individuare quali soggetti siano da considerare PMI, con criteri che variano a seconda del fatto che le imprese emettano o meno titoli di capitale.

Nel primo caso, sono PMI le società che hanno una capitalizzazione di borsa inferiore a 200 milioni di euro, da valutare secondo parametri che differiscono in ragione del lasso di tempo da cui le azioni sono ammesse alla negoziazione. Nello specifico: nel caso di titoli negoziati da almeno tre anni, occorre aver riguardo alla capitalizzazione media di

quotazione quali, tra gli altri, le attività relative alla definizione dell'offerta, la disamina del prospetto informativo o documento di ammissione o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati, la due diligence legale o fiscale e gli aspetti legati al governo dell'impresa; g) attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità della Società, a divulgare l'investment case, tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria".

⁽⁸⁾ Con comunicato stampa del 18 dicembre 2017, Borsa Italiana ha dato notizia che AIM Italia è stato registrato presso Consob come mercato di crescita per le PMI con decorrenza dal 3 gennaio 2018, disponibile al link <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/aimitaliasmegm.htm>.

⁽⁹⁾ Cfr. art. 79 Regolamento delegato (UE) 2017/565.

⁽¹⁰⁾ Cfr. Considerando n. 134 e art. 33, par. 1, lett. a), MiFID 2.

borsa di fine anno sulla base dei tre precedenti anni solari ⁽¹¹⁾; per le società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione da meno di un anno, si fa riferimento al prezzo di chiusura delle azioni nel primo giorno di negoziazione; nell'ipotesi in cui le azioni sono ammesse alla negoziazione da più di un anno ma da meno di due, la valutazione è compiuta sulla scorta dell'ultimo prezzo di chiusura delle azioni nel primo anno di negoziazione; da ultimo, se le azioni sono ammesse alla negoziazione da più di due anni ma da meno di tre, si considera la media degli ultimi prezzi di chiusura delle azioni di ciascuno dei primi due anni di negoziazione ⁽¹²⁾.

Per le imprese che invece non emettono titoli di capitale, la qualifica di PMI è subordinata al possesso di almeno due delle seguenti caratteristiche: (i) un numero medio di dipendenti inferiore a 250 nel corso dell'esercizio; (ii) un totale di bilancio non superiore a 45 milioni di euro; (iii) un fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro ⁽¹³⁾.

Inoltre, ai fini della registrazione come “mercati di crescita per le PMI”, un sistema multilaterale di negoziazione deve predisporre regole, sistemi e procedure, sottoposti a una verifica di efficacia, che garantiscano: (i) l'attuazione di criteri appropriati per l'ammissione iniziale e continuativa alla negoziazione di strumenti finanziari degli emittenti sul mercato; (ii) la pubblicazione al momento dell'ammissione iniziale alla negoziazione di strumenti finanziari sul mercato di informazioni sufficienti per permettere agli investitori di decidere con cognizione di causa se investire negli strumenti finanziari mediante un documento di ammissione; (iii) un'adeguata informativa finanziaria periodica mediante la pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali e semestrali; (iv) il rispetto da parte degli emittenti, delle persone che esercitano responsabilità di direzione al loro interno nonché delle persone legate strettamente ad esse dei requisiti pertinenti loro applicabili nell'ambito del regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito, “MAR”); (v) la conservazione e la divulgazione delle informazioni sulla regolamentazione riguardanti gli emittenti sul mercato; (vi) la prevenzione e l'individuazione degli abusi di mercato secondo quanto prescritto dal MAR ⁽¹⁴⁾.

⁽¹¹⁾ Cfr. art. 4, par. 1, punto 13, MiFID 2.

⁽¹²⁾ Cfr. art. 77, par. 1, Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

⁽¹³⁾ Cfr. art. 77, par. 2, Regolamento Delegato (UE) 2017/565. Si segnala che è stata sottoposta alla Commissione Europea una bozza di regolamento per sostituire la formulazione dell'appena menzionato paragrafo con la seguente: “An issuer that has no equity instrument traded on any trading venue shall be deemed as an SME for the purpose of Article 4 (1)(23) of Directive 2014/65/EU if the total size of its debt issuances does not exceed EUR 50 million over a period of 12 months starting on 1 January each year on all trading venues across the Union”. I criteri attualmente vigenti sarebbero infatti eccessivamente restrittivi per gli emittenti di soli titoli di debito e pertanto, stando alla proposta di modifica, questi saranno PMI se l'ammontare complessivo delle loro obbligazioni commercializzate sui mercati europei nell'ultimo anno solare non saranno superiori a 50 milioni di euro.

⁽¹⁴⁾ Cfr. art. 33, par. 3, MiFID 2 e art. 78, par. 2, Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

AIM Italia potrà così beneficiare delle future iniziative normative europee poste volte a semplificare gli obblighi normativi per gli emittenti per ridurre i costi di ingresso e permanenza nel mercato per le PMI.

2.2. I numeri del recente successo di AIM Italia

La registrazione di AIM Italia come *SME Growth Market* può essere sicuramente un fattore in grado di incrementare ulteriormente il già più che significativo successo riscosso ultimamente dal mercato, protagonista di una vera e propria esplosione.

In particolare, il 2017 ha visto il mercato protagonista di una crescita più che esponenziale, capace addirittura di portare la *performance* dell'indice FTSE AIM Italia a segnare un +23%. Il 2018 sta confermando la tendenza espansiva del mercato, pur non replicando – come era lecito attendersi – i risultati formidabili dell'anno passato.

Lo scorso anno, si sono contate infatti 24 nuove quotazioni, con un incremento in percentuale del 116% rispetto alle sole 11 ⁽¹⁵⁾ lanciate nel corso del 2016, ed è più che probabile che nel 2018 si assisterà ad un ulteriore aumento, essendosi già verificate 23 IPO al 30 settembre 2018.

Significativi sono inoltre i numeri in tema di raccolta: le offerte iniziali dei primi 9 mesi del 2018 sono state infatti in grado di pareggiare i circa 1,3 miliardi conseguiti dal totale delle IPO del 2017, che peraltro aveva aumentato più di sei volte la raccolta complessiva del 2016, fermatasi a 208 milioni di euro.

Anche la capitalizzazione è in forte crescita, essendo giunta a toccare i 7,7 miliardi di euro contro i 5,7 miliardi della fine del 2017. Il dato è ancora più significativo se si considera che al termine del 2016 la capitalizzazione era pari a 2,9 miliardi.

Per ciò che concerne le caratteristiche degli emittenti presenti su AIM, le società presentano una capitalizzazione di 45 milioni di euro, ricavi per 43 milioni di euro e un EBITDA di 6,7 milioni. Un dato significativo è quello relativo al flottante medio delle azioni delle società ammesse a seguito di IPO, pari al 23%: ciò significa che la quotazione non comporta la perdita della proprietà dell'impresa da parte dei titolari.

La principale giustificazione di questi numeri è sicuramente individuabile nel successo dei PIR, che si sono dimostrati essere uno strumento pienamente efficace per la realizzazione dell'obiettivo cui sono stati preposti.

Alla luce di ciò, confidando nella capacità dei PIR di attrarre investimenti e di convogliarli nel mercato, è lecito aspettarsi che il *trend* di crescita di AIM Italia sarà confermato anche nei prossimi anni.

⁽¹⁵⁾ Con il termine IPO si intendono le *Initial Price Offering* (offerte pubbliche iniziali), consistente nell'offerta al pubblico di titoli di società che si quotano per la prima volta su un mercato regolamentato o una sede multilaterale di negoziazione.

Sul punto, sarà inoltre interessante osservare l'incidenza che avrà avuto, in termini di nuove ammissioni, il credito di imposta sulle spese di consulenza introdotto dalla legge di bilancio 2018 per le imprese che intendono quotarsi.

L'aumento del numero di imprese ammesse è auspicabile affinché le manovre a sostegno delle PMI possano esplicare tutta la loro efficacia: se non si assistesse a un considerevole incremento degli emittenti, l'ingente liquidità apportata al mercato dai PIR sarà infatti distribuita solo tra un numero limitato di aziende.

3. Il procedimento di quotazione

3.1. I requisiti per la quotazione su AIM Italia

Al fine di facilitare la quotazione per gli emittenti, i requisiti formali per l'ammissione sono caratterizzati da una significativa flessibilità.

Non sono infatti previste soglie legate alla dimensione dell'emittente e né tantomeno vi sono richieste circa il livello di capitalizzazione prima e dopo la quotazione.

Inoltre, non è richiesta alcuna particolare misura in tema materia di *corporate governance* (con l'unica eccezione dell'OPA statutaria)⁽¹⁶⁾ in quanto il Regolamento Emittenti AIM si limita a disporre che gli emittenti adottino e mantengano regole e sistemi di governo societario "*appropriati*"⁽¹⁷⁾. Sul punto, si segnala che il 97% delle società quotate su AIM Italia presenta, nella propria struttura societaria, almeno un amministratore indipendente; dunque, anche in assenza di un'espressa richiesta, sembra essersi consolidata una vera e propria prassi.

I presupposti individuati da Borsa Italiana per l'ammissione sono:

- la soglia minima di flottante pari al 10% delle azioni circolanti sul mercato che deve essere collocato presso almeno 5 investitori istituzionali⁽¹⁸⁾ (sono esentate

⁽¹⁶⁾L'art. 6-bis del Regolamento Emittenti AIM Italia richiede fa espressa richiesta agli emittenti di aggiungere nello statuto la clausola prevista nella Scheda Sei del medesimo regolamento. Ciò al fine di assoggettare le società che negoziano i loro titoli su AIM a parte della disciplina dettata dal TUF e dal Regolamento Consob 11971/1999 relative all'offerta pubblica di acquisto e di scambio. In particolare, trovano applicazione le norme in materia di: soglie rilevanti ai fini dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto; ipotesi di esenzione dall'obbligo di promuovere l'offerta; identificazione dei soggetti tenuti alla promozione dell'offerta; condizioni e modalità temporali di promozione dell'offerta obbligatoria.

⁽¹⁷⁾ Cfr. art. 6-bis Regolamento Emittenti AIM Italia.

⁽¹⁸⁾ Con la previsione di un flottante minimo per l'ammissione, Borsa Italiana ha anticipato quello che sarà un requisito necessario che dovranno garantire tutti gli *SME Growth Market*. È infatti in fase di approvazione una bozza di modifica del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che intende inserire quale presupposto necessario per la registrazione come "mercato di crescita per le PMI" la previsione di un flottante minimo dei titoli negoziati, il cui ammontare è lasciato alla discrezionalità delle singole sedi di negoziazione.

da questo requisito le SPAC, per cui è richiesta ai fini dell'ammissione una raccolta minima di capitale di 30 milioni di euro)⁽¹⁹⁾;

- la nomina di un *Nominated Adviser* (NomAd) che assista l'emittente nella fase di quotazione e durante la permanenza nel mercato;
- la certificazione di un bilancio (se esistente) da parte di una società di revisione secondo i principi contabili nazionali o internazionali;
- la realizzazione di un documento di ammissione contenente le informazioni richieste dal Regolamento Emittenti AIM Italia⁽²⁰⁾, redatto con l'ausilio del NomAd che ne attesta la conformità alle norme del mercato. Borsa Italiana può autorizzare a omettere informazioni dal documento di ammissione se l'emittente – sentito il NomAd – conferma che l'informazione è di minore importanza e non suscettibile di influenzare la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica e sulle prospettive dell'emittente, oppure la sua pubblicazione recherebbe grave danno all'emittente e l'omissione non trarrebbe in inganno gli investitori su fatti e circostanze necessarie per la formazione di un giudizio informato sugli strumenti emessi. Gli emittenti non sono tenuti pertanto a redigere un Prospetto Informativo, a meno ciò non venga imposto dalla normativa rilevante in materia;
- la nomina di uno *Specialist* (che può coincidere col NomAd), scelto tra gli operatori del mercato, a cui è attribuito il compito di sostenere la liquidità degli strumenti finanziari emessi e di svolgere almeno due *equity research* all'anno sui titoli dell'emittente;

⁽¹⁹⁾ Le SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) sono società costituite al fine di raccogliere le risorse necessarie al fine di fondersi o acquisire una società *target*.

⁽²⁰⁾ Cfr. Scheda Due del Regolamento Emittenti AIM Italia, secondo cui il documento di ammissione deve contenere: (i) informazioni equivalenti a quelle richieste dagli Allegati I – III ad eccezione di quelle indicate al paragrafo b) della Scheda Due del Regolamento Emittenti AIM; (ii) una dichiarazione degli amministratori per cui il capitale circolante a disposizione dell'emittente e del gruppo cui appartiene sono sufficienti per le esigenze attuali; (iii) ove contenga previsioni o stime: - una dichiarazione degli amministratori che tali previsioni sono frutto di approfondite analisi; - una dichiarazione relativa alle principali assunzioni fatte su ciascun fattore che possa incidere sulle stime effettuate; - una dichiarazione rilasciata dal NomAd all'emittente per cui il primo è ragionevolmente convinto che le stime effettuate dal secondo sono frutto di approfondita analisi da parte degli amministratori; - le previsioni devono essere preparate secondo modalità omogenee e comparabili con i bilanci relativi agli esercizi precedenti; (iv) il nome del NomAd seguito dalla frase: "AIM Italia è un sistema multilaterale di negoziazione dedicato primariamente alle piccole e medie imprese e alle società ad altro potenziale di crescita alle quali è tipicamente collegato un livello di rischio superiore rispetto agli emittenti di maggiori dimensioni o con business consolidati. L'investitore deve essere consapevole dei rischi derivanti dall'investimento in questa tipologia di emittenti e deve decidere se investire soltanto dopo attenta valutazione. Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento"; (v) nel caso in cui l'attività principale dell'impresa consista in un *business* che non è mai stato indipendente e che non ha prodotto ricavi per almeno due anni, una dichiarazione che le parti correlate e i dipendenti rilevanti si sono impegnati a non disporre degli strumenti ammessi per almeno 12 mesi dalla data di ammissione; (vi) in caso di società di investimento, indicazioni sulla politica di investimento adottata; (vii) qualsiasi altra informazione per consentire agli investitori di formarsi un giudizio adeguato e completo su: - attività e passività, posizione finanziaria, conto economico, prospettive dell'emittente e degli strumenti finanziari; - diritti collegati agli strumenti finanziari; - qualsiasi altra criticità contenuta nel documento di ammissione.

- la predisposizione di un sito internet per fornire le informazioni indicate dall'art. 26 del Regolamento Emittenti AIM Italia, che devono essere messe a disposizione gratuitamente e aggiornate almeno ogni sei mesi ⁽²¹⁾.

Borsa Italiana può inoltre riservarsi, a seconda dello specifico caso, di subordinare l'ammissione a particolari condizioni, che possono dipendere – ad esempio – dallo specifico settore in cui opera l'emittente ⁽²²⁾.

Anche la procedura di ammissione appare particolarmente snella.

Si richiede infatti semplicemente che l'emittente invii una comunicazione di pre-ammissione almeno 10 giorni prima della data di ammissione prevista a Borsa Italiana ⁽²³⁾, cosicché quest'ultima possa diffonderle avvalendosi di un Servizio di Diffusione dell'informativa Regolamentata (SDIR).

⁽²¹⁾ In particolare, ai sensi dell'art. 26 del Regolamento Emittenti, tramite il sito web le imprese ammesse dovranno mettere a disposizione le seguenti informazioni: (i) una descrizione del proprio business e qualora sia una società di investimento, la propria politica di investimento, informazioni dettagliate sui soggetti titolari di deleghe di gestione e/o sul personale chiave; (ii) i nomi dei componenti dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo e brevi cenni biografici degli stessi, come di norma inclusi anche nel documento di ammissione; (iii) una descrizione del sistema di governo societario in essere e informazioni su eventuali comitati interni (laddove esistenti) all'organo amministrativo e relative responsabilità; (iv) indicazione del Paese nel quale l'emittente è stato costituito e il principale Paese di operatività; (v) nel caso in cui l'emittente AIM Italia non sia costituito in Italia, una dichiarazione che i diritti degli azionisti potrebbero essere differenti dai diritti degli azionisti di una società costituita in Italia; (vi) lo statuto; (vii) i bilanci o rendiconti annuali pubblicati secondo il disposto dell'articolo 19, le relazioni semestrali pubblicate ai sensi dell'articolo 18 e, ove redatti e resi pubblici, i resoconti intermedi di gestione o le relazioni trimestrali degli ultimi 5 anni; (viii) tutti i comunicati che l'emittente AIM Italia ha diffuso negli ultimi 5 anni; (ix) il documento di ammissione; (x) informazioni dettagliate sul relativo *Nominated Adviser* ed altri eventuali consulenti chiave (così come sarebbe normalmente precisato nel documento di ammissione); (xi) informazioni dettagliate sugli azionisti significativi, inclusi il nome e le partecipazioni aggregate, sulla base delle comunicazioni effettuate all'emittente AIM Italia.

⁽²²⁾ Cfr. art. 9 Regolamento AIM Italia.

⁽²³⁾ Tale comunicazione dovrà contenere: (a) denominazione sociale; (b) Paese di appartenenza; (c) indirizzo della sede legale e, se differente, la sede operativa dell'attività; (d) sito web presso il quale saranno reperibili le informazioni previste all'articolo 26; (e) una sintetica descrizione del suo business (inclusi il principale paese in cui è operativo) o nel caso di società di investimento, dettagliate informazioni sulla sua politica di investimento; (f) numero e categoria di strumenti finanziari per i quali chiede l'ammissione; (g) ammontare del capitale che verrà raccolto all'ammissione, ove applicabile, e la presumibile capitalizzazione di mercato al momento dell'ammissione; (h) percentuale degli strumenti finanziari AIM Italia diffusi fra il pubblico e numero totale degli azionisti al momento dell'ammissione (per quanto noto all'emittente); (i) Intervallo di prezzo indicativo all'interno del quale verrà individuato il prezzo finale degli strumenti finanziari ovvero il prezzo definitivo, appena disponibile; (j) i nomi e le deleghe degli amministratori e dei sindaci in carica e degli amministratori e dei sindaci proposti; (k) per quanto noto, il nome di tutti gli azionisti significativi prima e dopo l'ammissione, assieme alla percentuale detenuta da tali soggetti; (l) la data di riferimento prevista per la chiusura del bilancio, la data alla quale sono riferite le informazioni finanziarie e le date entro cui deve pubblicare i primi tre documenti finanziari richiesti agli articoli 18 e 19; (m) la data prevista di ammissione; (n) nome e indirizzo del

Almeno tre giorni prima della data di ammissione prevista, l'emittente dovrà poi provvedere al pagamento dei corrispettivi e inviare a Borsa Italiana la domanda di ammissione completa e il documento di ammissione, a cui sono deve essere allegata la dichiarazione degli amministratori che tale documento è completo e non contiene informazioni false o fuorvianti nonché la dichiarazione del NomAd richiesta dal Regolamento *Nominated Advisers*.

3.2. I soggetti coinvolti nella quotazione e il ruolo del NomAd

Nonostante una procedura apparentemente agevole, mediamente il tempo impiegato in media da una società per l'ammissione su AIM oscilla tra i 6 gli 8 mesi, con un costo stimato tra il 9 e il 14% del totale raccolto.

Ciò è principalmente legato alla pluralità di soggetti impegnati nell'attività di consulenza nella fase precedente all'ammissione, tra quali rientrano sicuramente i *financial advisors* e i consulenti legali.

In aggiunta a questi, l'emittente è tenuto a nominare un NomAd, scelto tra i soggetti iscritti nell'apposito elenco di Borsa Italiana.

Nel processo che porta alla quotazione, quella del *Nominated Adviser* è una figura centrale poiché – da un lato – affianca l'emittente prestando la propria attività di consulenza e vagliando quella offerta dagli altri *advisors* e – dall'altro – ad esso sono delegate alcune funzioni tipicamente di vigilanza; la decisione circa l'ammissibilità o meno di una società ad AIM Italia è lasciata, di fatto, in larga parte alla sfera di discrezionalità del NomAd.

Per questo motivo, Borsa Italiana ha emanato uno specifico regolamento per disciplinarne l'attività.

In particolare, può essere autorizzato a ricoprire il ruolo di NomAd una banca, un'impresa di investimento comunitaria o una società di capitali appartenente a una rete di società di revisione legale che: (i) sottoponga il bilancio al giudizio di un revisore legale o di una società di revisione legale; (ii) abbia esercitato attività di *corporate finance* per un periodo di tempo adeguato (di norma due anni) e avere un'esperienza adeguata nel fornire consulenza professionale e di qualità in relazione ad operazioni di *corporate finance* ⁽²⁴⁾; (iii) abbia un numero di dipendenti sufficiente per svolgere le attività richieste; (iv) abbia dei *key executive* dotati di adeguata professionalità ed esperienza comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti e di un'adeguata competenza tecnica in *corporate finance* e in pratiche di mercato; (v) abbia in essere adeguati controlli e procedure al fine di rispettare il Regolamento *Nominated Advisers*.

Nominated Adviser e dello specialista; e (o) indicazione di dove verrà reso disponibile il documento di ammissione.

⁽²⁴⁾ Il periodo di due anni di svolgimento di attività di *corporate finance* può non rilevare ai fini della qualifica di NomAd se il richiedente abbia dei *key executives* di elevata esperienza.

Inoltre, è necessario che il NomAd e i suoi principali esponenti siano indipendenti rispetto all'emittente che conferisce l'incarico ⁽²⁵⁾.

Al NomAd è richiesto di accertare che l'emittente sia appropriato all'ammissione, di attestare la completezza e correttezza del documento di ammissione nonché di verificare che l'emittente sia a conoscenza degli obblighi previsti dal Regolamento Emittenti AIM Italia, valutando le eventuali procedure per la *compliance* al Regolamento Emittenti AIM Italia e informando gli amministratori degli obblighi che l'emittente è chiamato ad adempiere in via continuativa.

Stando a quanto emerge dal Regolamento *Nominated Advisers*, il controllo di appropriatezza dell'emittente alla quotazione non si limita ad una semplice analisi formale – circoscritta alla sola verifica del rispetto dei requisiti del Regolamento Emittenti AIM da parte dell'emittente – ma si esplica anche in una verifica sostanziale della convenienza e della sostenibilità della quotazione da parte dell'emittente.

Al NomAd è infatti richiesto – *inter alia* – di possedere adeguate conoscenze sull'area di *business* dell'emittente – anche avvalendosi di consulenti esterni – e, conseguentemente, di valutare il settore di attività dell'emittente, la sua *value proposition* e il suo piano industriale, incontrando gli amministratori ed il *top management* dell'emittente ed effettuando visite presso la sede legale o le sedi operative.

La verifica di appropriatezza è svolta attraverso una attività di *due diligence* finanziaria, fiscale e legale ⁽²⁶⁾, svolta sotto la responsabilità del NomAd, chiamato a sovrintendere ai controlli e alle verifiche, che possono essere effettuate – congiuntamente o

⁽²⁵⁾ La Scheda Uno del Regolamento *Nominated Advisers* riporta situazioni da evitare in modo da non minare l'indipendenza del NomAd.

⁽²⁶⁾ In particolare, la *due diligence* finanziaria deve includere ogni aspetto riguardante la struttura finanziaria dell'emittente, ivi inclusa la composizione della posizione finanziaria netta, le verifiche sul capitale circolante (sulla base delle verifiche effettuate da soggetti terzi) e l'esistenza di *covenants* sul debito, ogni aspetto riguardante i debiti scaduti di natura commerciale, finanziaria, tributaria e previdenziale, i crediti commerciali scaduti e i contratti derivati; - la *business due diligence* (avvalendosi eventualmente di due diligence tecnica specialistica) deve prevedere un'analisi dell'emittente e del proprio gruppo, del mercato di riferimento, del posizionamento competitivo e della strategia nonché il *Business Model*; - la *due diligence* fiscale deve includere la verifica della documentazione relativa all'ultimo esercizio definito ai fini delle imposte dirette e indirette, la valutazione del contenzioso fiscale in essere, gli eventuali avvisi di accertamento notificati e le verifiche fiscali in corso, le perdite riportate a nuovo a fini fiscali, politiche di *transfer pricing*, nonché le esenzioni/riduzioni/agevolazioni d'imposta di cui l'emittente abbia goduto nell'ultimo triennio; - la *due diligence* legale deve far riferimento ai documenti societari prodotti nell'ultimo anno (verbali del consiglio di amministrazione, assemblea ordinaria e straordinaria, collegio sindacale, altri eventuali comitati interni), le autorizzazioni e i rapporti con le autorità; la verifica del contesto regolamentare; i documenti relativi ad operazioni straordinarie (es. fusioni e acquisizioni) degli ultimi tre anni; i contratti rilevanti in essere, il contenzioso in corso, i procedimenti pendenti o minacciati, i beni materiali ed immateriali (inclusi gli immobili), la proprietà intellettuale, i marchi e brevetti, i dipendenti e il rapporto di lavoro e la *privacy*, le assicurazioni, le questioni ambientali e sicurezza, le operazioni con parti correlate.

singolarmente, a seconda dei casi – da consulenti nominati direttamente dall'emittente o dal *Nominated Adviser* stesso.

In aggiunta alle funzioni attribuitegli da Borsa Italiana, il NomAd può anche essere incaricato dall'emittente di svolgere il compito di *Specialist* e/o di *Global Coordinator*, occupandosi così in prima persona del collocamento degli strumenti finanziari dell'emittente presso gli investitori istituzionali.

L'emittente può inoltre avvalersi per il buon esito dell'IPO di un *advisor* di *Investor Relation*, specializzato nelle relazioni con gli investitori istituzionali.

4. Gli obblighi cui sono soggetti gli emittenti AIM

A seguito dell'ammissione, l'emittente AIM deve adempiere a una serie di obblighi informativi per la permanenza nel mercato.

In particolare, l'impresa deve:

- pubblicare i bilanci o i rendiconti annuali sottoposti a revisione entro sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui sono riferiti;
- pubblicare le relazioni semestrali, contenenti almeno lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario, entro il termine di tre mesi dalla data di chiusura del periodo rilevante;
- comunicare le informazioni richieste in caso di operazioni significative, *reverse take-over* e cambiamenti sostanziali nel *business*;
- comunicare senza indugio e mettere a disposizione del pubblico sul proprio sito *web*: il calendario degli eventi societari entro trenta giorni dal termine dell'esercizio sociale precedente; le dimissioni, la revoca o la nomina di un amministratore con relativa data; ogni modifica della denominazione sociale; in occasione delle proposte di distribuzione dei dividendi nonché dell'approvazione del bilancio, la data proposta per lo stacco del dividendo, la *record date* e la *payment date*, specificando l'importo unitario del dividendo; la rinuncia, la revoca o l'incarico del NomAd o dello *Specialist*; l'ammissione di qualsiasi strumento dell'emittente su un altro mercato regolamentato o piattaforma di *trading*; qualunque cambiamento sostanziale comunicato dagli azionisti significativi in materia di assetti proprietari; tutte le informazioni necessarie affinché gli azionisti possano esercitare i loro diritti;
- produrre e pubblicare due *equity research* di mercato svolte dallo *Specialist* o da soggetti incaricati da quest'ultimo.

L'emittente deve rendere disponibili tali informazioni sul proprio sito internet e incaricare un Servizio per la Diffusione per l'Informativa Regolamentata (SDIR) affinché le comunichi con le modalità e le tempistiche richieste.

Le imprese ammesse su AIM Italia sono inoltre tenute al rispetto delle disposizioni del Regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito, “MAR”) in materia di abusi di mercato, applicabile anche agli MTF, tra cui rientrano i “mercati di crescita per le PMI”.

Per gli emittenti operanti su uno *SME Growth Market*, il MAR prevede delle facilitazioni per l’adempimento dell’obbligo di pubblicazione delle informazioni privilegiate e di redazione dell’elenco dei soggetti aventi accesso a informazioni privilegiate.

Conformemente con quanto previsto dall’art. 18, par. 6, MAR, gli emittenti AIM Italia possono infatti essere esentati dall’obbligo di produrre l’elenco dei soggetti aventi accesso alle informazioni privilegiate se tali soggetti sono consapevoli degli obblighi regolamentari su di essi incombenti e l’emittente è comunque in grado di fornire l’elenco qualora richiesto dall’autorità competente.

Non pare invece sia applicabile alle imprese ammesse su AIM Italia quanto previsto dall’art. 17, par. 9, MAR, per cui le informazioni privilegiate possono essere comunicate tramite il sito *web* della sede di negoziazione e non per mezzo di quello dell’emittente, se così previsto dalla sede di negoziazione stessa, in quanto Borsa Italiana non ha previsto tale possibilità.

Nell’ottica di diminuzione degli oneri per gli emittenti PMI, la Commissione Europea ha proposto di modificare il MAR attenuando ulteriormente gli obblighi ivi previsti.

Nello specifico, si è pensato di: (i) esentare dal regime dei sondaggi di mercato il collocamento privato di obbligazioni con investitori qualificati se tali obbligazioni sono già ammesse su un mercato di crescita per le PMI; (ii) prevedere la possibilità per gli emittenti su un mercato di crescita per le PMI di sottoscrivere un “contratto di fornitura di liquidità”; (iii) confermare la possibilità per gli emittenti su *SME Growth Market* di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, prevedendo però che la motivazione della decisione di tale scelta debba essere fornita all’autorità competente solo a seguito di espressa richiesta; (iv) prevedere che gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI siano tenuti a redigere solo un elenco delle persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate; (v) in tema di operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso emittenti dei mercati di crescita per le PMI, richiedere che quest’ultime notifichino all’emittente e all’autorità nazionale l’operazione entro tre giorni lavorativi, concedendo ulteriori due giorni all’emittente – decorrenti dalla data di notifica – per la comunicazione al pubblico dell’operazione.

Nell’ambito di tale proposta, la Commissione Europea ha inoltre ipotizzato di modificare il Regolamento (UE) 2017/1129 (di seguito, “Regolamento Prospetto”) introducendo il cd. “prospetto di trasferimento”, che diminuirebbe le informazioni che dovranno fornire gli emittenti di *SME Growth Market* che intendano quotare i propri titoli su un mercato regolamentato.

Tale documento si sommerebbe alle altre forme semplificate di prospetto previste dal Regolamento Prospetto che saranno a disposizione degli emittenti PMI a partire dal 21 luglio 2019. In caso di offerta soggetta a obbligo di prospetto, gli emittenti di un mercati crescita delle PMI potranno infatti usufruire del cd. “prospetto della crescita”⁽²⁷⁾ e sarà possibile redigere un prospetto più snello per l’emissione di strumenti del medesimo tipo di quelli già in circolazione da parte di emittenti con titoli ammessi alle negoziazioni in un mercato di crescita per le PMI o in un mercato regolamentato⁽²⁸⁾.

Sempre nell’ambito delle novità introdotte dal Regolamento Prospetto, la Consob sta valutando di innalzare la soglia oltre la quale scatta l’obbligo di pubblicazione del prospetto da euro 5.000.000 a euro 8.000.000 per le offerte pubbliche contestuali o successive alla quotazione in un mercato regolamentato o in uno *SME Growth Market*⁽²⁹⁾.

In aggiunta a quelli appena esposti, la sensazione è che vi saranno ulteriori interventi della Commissione Europea e dell’ESMA volti a diminuire ulteriormente gli obblighi gravanti su emittenti in *SME Growth Market* – in un’ottica di riduzione dei costi, invero ancora elevati, che questi sono tenuti a sostenere – al fine di favorire l’accesso e la permanenza delle PMI nei mercati pubblici.

⁽²⁷⁾ Cfr. art. 15 Regolamento Prospetto.

⁽²⁸⁾ Cfr. art. 14, par. 1, Regolamento Prospetto.

⁽²⁹⁾ Cfr. CONSOB, *Adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato. Documento di consultazione*, del 28 giugno 2018, reperibile al link http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_in_corso.