

Consulenti legali al lavoro per accompagnare le aziende alla quotazione sul mercato

La Borsa per le pmi (Aim) continua a convincere

Pagine a cura di **LUIGI DELL'OLIO**

Il susseguirsi di scossoni che sta caratterizzando i mercati finanziari da inizio anno crea non pochi problemi agli studi legali d'affari specializzati nel mercato dei capitali. Perché le previsioni di inizio anno erano di ben altro tenore e numerose strutture avevano reclutato nuovi professionisti in vista di una ripresa delle ipo che invece non si è realizzata. Una parziale eccezione è costituita dall'Aim Milano, il listino creato sull'esempio dell'omonimo londinese con l'obiettivo di attrarre aziende di medie dimensioni. Su questo mercato le quotazioni non si sono fermate (anche se è rallentato il ritmo rispetto allo scorso anno), offrendo quindi nuove occasioni di business ai professionisti specializzati nel comparto.

Vince la semplificazione

Attualmente le società quotate sono 76, metà delle quali sbarcate sul listi-



Luigi Rizzi

no negli ultimi due anni. Infatti c'è voluto diverso tempo perché le imprese cominciarono ad apprezzare questo mercato che riduce sensibilmente le incombenze per le quotande, escludendo tra le altre cose la necessità di presentare il prospetto informativo, sostituito dal documento di ammissione.

Il processo di quotazione viene curato da un advisor finanziario che prende il



Giancarlo Cortese

nome di Nomad, al quale tocca valutare l'appropriatezza delle società che richiedono l'ammissione e, successivamente, assisterle nel corso della loro permanenza sul mercato. Mentre le autorità (Consob e Borsa Italiana) si limitano a testare la completezza dei documenti. Inoltre sono previste semplificazioni in fase di ammissione: un flottante minimo del 10% (in modo da consentire all'imprenditore di mantenere

fermo il controllo dell'azienda), nessun requisito minimo in termini di capitalizzazione, governo societario e anni di esistenza, mentre il prospetto informativo viene sostituito dal documento di ammissione ed è necessaria la certificazione dell'ultimo bilancio (se esistente) e post quotazione (non sono previsti resoconti intermedi di gestione). L'advisor legale

in genere è unico e segue sia l'operatore finanziario, sia la società che si sta quotando.

Una bussola per le pmi

Anche se i numeri assoluti dell'Aim restano piccoli, **Luigi Rizzi**, of counsel di **Baker & McKenzie** (studio che ha seguito l'Ipo di Blue Financial Communication, con lo stesso Rizzi, oltre che con **Alessandra Pannello**, **Federico Raffaele** e **Valeria Vinci**), sottolinea che questo mercato si sta affermando come il riferimento per le pmi italiane.

Anche se proprio le ridotte dimensioni spesso si accompagnano con una li-

mitata percezione delle opportunità offerte dai mercati finanziari. «Molti imprenditori hanno una limitata conoscenza del fatto che la quotazione in Borsa rappresenta un canale di finanziamento da considerare per realizzare i progetti di sviluppo e di internazionalizzazione», sottolinea Rizzi. Una riflessione che evidenzia come il ruolo del consulente legale non possa limitarsi

al solo ambito del diritto, ma debba abbracciare anche l'informativa. Ricordando che la raccolta diretta di capitali sul mercato diventerà



Piero Postacchini

sempre più una necessità per aggirare il credit crunch, destinato a caratterizzare ancora a lungo le politiche creditizie delle banche italiane, strette tra la necessità di smaltire i non performing loans e le regole sempre più stringenti volute dalle autorità europee.

Il ruolo dei legali

«Il nostro ruolo copre l'intero processo: dalle battute iniziali al listing delle azioni, per poi estendersi alle attività e agli adempimenti da curare post-quotazione», spiega Rizzi. Non è infrequente infatti che sia l'advisor legale a illustrare all'imprenditore la possibilità di considerare la quotazione quale come alternativa ad altre fonti di approvvigionamento di liquidità, evidenziandone i vantaggi e gli svantaggi nonché portare al tavolo gli altri soggetti coinvolti (advisor finanziario, società di revisione, società di comunicazione e così via) che prenderanno parte all'operazione.

«Il ruolo del consulente legale cambia radicalmente in funzione del lato della vicenda dal quale interviene», osserva **Giancarlo Cortese**, partner di **Bisozzi Nobili** (al lavoro per Lu-Ve, Digitouch e Safe Bag, tra gli altri). «Sia che assista la quotanda, sia che sia al fianco della banca o di altri advisor, è necessario comunque un apporto caratterizzato da una forte componente tecnica specialistica: la disciplina dei mercati di capitali è particolarmente complessa - sia nel merito che nel regime delle fonti - e

orientarsi al suo interno richiede una preparazione specifica, sia teorica che pratica». Inoltre, dopo l'ipo l'imprenditore si trova a condividere con una platea di investitori la sua azienda e a dove rendere conto al mercato della sua attività. «L'impatto che questo passaggio ha sulla società è invasivo», sottolinea Cortese. «Ogni passaggio della vita della società, dunque, dovrà essere analizzato an-

dovrà essere analizzato anche dalla prospettiva del pubblico indistinto degli investitori e di ciò dovranno tenere conto tanto i soci, quanto il management della società. Inoltre, proprio all'esigenza di tutelare il mercato, e quindi l'intera platea degli investitori, anche solo potenziali, è correlato un incremento dei requisiti organizzativi e degli adempimenti imposti dalla disciplina regolamentare di settore».

Piero Postacchini, socio fondatore di **BP&Associati**, ricorda la peculiarità nell'advisor in questo tipo di operazioni: «Considerato che l'Aim è un mercato non regolamentato, il consulente legale è chiamato a lavorare per la riorganizzazione della società emittente e dell'eventuale gruppo a cui fa parte». Questo significa che spesso

il professionista deve prestare assistenza alle operazioni straordinarie come fusioni o conferimenti per definire il perimetro di quo-



Giovanni Stefanin

tazione, prestare assistenza per la preparazione di tutti i prospetti informativi e dei documenti di ammissione, nonché affiancare la società emittente nella predisposizione di tutti i contratti necessari per lo sponsor, per la società di marketing e per quella di revisione.

La priorità è analizzare i rischi

Giovanni Stefanin, partner di **PwC Tax and Legal Services**, ricorda anche l'importanza di «individuare i principali fattori di rischio dell'investimento proposto e nel fare in modo di risolvere o mi-



Augusto Santoro

tigare le criticità esistenti». Un esempio? Se emerge un assetto di governo societario poco pluralistico si può cercare di migliorarlo», spiega l'avvocato. Oppure la quotazione potrebbe rappresentare un'occasione per ridiscutere alcuni covenants finanziari particolarmente stringenti nei contratti di finanziamento stipulati con le banche. O,

Supplemento a cura di **ROBERTO MILIACCA** rmiliacca@class.it e **GIANNI MACHEDA** gmacheda@class.it

Per gli studi un'attività informativa a 360°

ancora, «la quotazione può stimolare la predisposizione un regolamento di direzione e coordinamento che regoli adeguatamente i rapporti con la controllante».

Perimetro più ampio

Augusto Santoro, socio corporate di **Simmons & Simmons** (studio che ha affiancato nella quotazione Bomi, Ikf, Digitouch e Piteco), segnala l'evoluzione in corso nell'Aim, che «sta passando da piattaforma esclusivamente funzionale al perfezionamento di club deal tra pochi soggetti verso un listino in cui partecipano sempre più investitori professionali con obiettivi di ritorno sull'investimento tipici di un



Augusto Santoro

mercato più maturo». Cosa che comporta la necessità di una maggiore trasparenza per gli operatori, nonché la necessità che le società quotate abbiano caratteristiche funzionali al raggiungimento degli obiettivi prefissi in fase di quotazione. «L'equity story e gli obiettivi prefissi vanno effettivamente consolidati e realizzati se si vuole che gli investitori continuino a credere nella bontà del mercato», aggiunge Santoro. Che pure non nega i limiti del listino, come «la limitata trasparenza degli emittenti, la scarsa liquidità e l'assenza di incentivi per gli investitori». Le società, per essere appetibili, ricorda ancora, devono avere potenziale di crescita ancora inespresso per consentire agli investitori di incrementare il valore delle loro partecipazioni.

I nodi ancora da sciogliere

Detto dei progressi più recenti, resta comunque il fatto che l'Aim è riuscito fin qui a intercettare solo una quota marginale di Pmi italiane con potenziale di crescita, con una raccolta totale limita-

ta a 600 milioni di euro e scambi medi sul singolo titolo per poco più di 50mila euro a seduta (molte quotate passano intere giornate senza scambi).

«La struttura della classica pmi familiare italiana vede ancora con diffidenza scelte che, determinando l'ingresso di nuovi soci, comportano un deciso cambio strategico in termini di corporate governance della società», ragiona **Marcello Magro di Pedersoli** (al fianco di Italia Independent e Iniziative Bresciane). «Non sono poi da trascurare i costi che la procedura di ammissione a quotazione – per quanto più snella rispetto a quella sul mercato regolamentato Mta – comporta per le imprese, oltre ai sempre più stringenti adempimenti informativi e regolamentari richiesti alle società durante il periodo di permanenza sul mercato».

Anche per **Paolo Bonolis**, partner di **Cms**, il principale ostacolo allo sviluppo è di tipo culturale. «La quotazione richiede tutta una serie di adempimenti e di investimenti in termini



Paolo Bonolis

di organizzazione interna, governance e trasparenza, temi rispetto ai quali gli imprenditori italiani hanno sempre manifestato

una certa ritrosia, anche se l'atteggiamento sta ora cambiando», spiega. Un ulteriore limite è dato dalla



Federico Vermicelli

scarsa liquidità degli investimenti confermata dai ridotti scambi su questo.

Le ricette per migliorare l'appetibilità

Federico Vermicelli, partner dello **Studio Lombardi Molinari Segni** (in più occasioni al fianco dei Nomad), segnala che la priorità è di far crescere la qualità sia della domanda, che dell'offerta. «In particolare, gli operatori del mercato (in primis, gli advisor finanziari e i Nomad) dovrebbero selezionare meglio le società emittenti, puntando alla qualità del progetto, alla serietà e capacità del management e alle reali opportunità di crescita della matricola». Un impegno in questo senso potrebbe superare il problema da più parti rilevato in merito alle società dell'Aim, vale a dire performance nella maggior parte dei casi negative rispetto al momento dell'ipo.

Dal lato della domanda, invece, per Vermicelli la sfida è far crescere il numero di fondi e altri investitori istituzionali nazionali specializzati in società di piccole e medie dimensioni «che possano dedicare, in maniera efficiente,

tempo e risorse all'analisi delle matricole che si presentano sul mercato per poi investire sulle più promettenti».

Mia Rinetti, partner di **Pavia e Ansaldo** (che ha diversi dossier aperti), indica un altro ambito di possibile intervento: «Occorre creare occasioni di incontro e confronto con la platea degli investitori istituzionali, in particolare esteri». Insomma, agire sul fronte della vi-

sibilità per far conoscere ai gestori storie aziendali spesso molto interessanti. Un altro ambito di azione, aggiunge Rinetti, potrebbe riguardare interventi fiscali per incentivare l'investimento negli strumenti finanziari delle società quotate sull'Aim. Una



Stefano Loconte

proposta che potrebbe incontrare il favore del legislatore, dato che il Governo da tempo è al lavoro per rendere più convenienti fiscalmente gli investimenti a lungo termine

nelle pmi, consapevole che il deficit di capitalizzazione è uno dei freni principali a una vera ripresa dell'economia nazionale.

Stefano Loconte, fondatore e managing partner di **Loconte & Partners** (al lavoro per una delle ultime ipo, quella Sm Sim), ritiene che una strada da perseguire per aumentare la liquidità del mercato sia di rafforzare la trasparenza e



Mia Rinetti

la qualità dell'informazione finanziaria fornita ai mercati da parte degli emittenti. «Questo

consentirebbe una quantificazione più accurata dei rischi e dei rendimenti correlati, attrarrebbe capitali ed incentiverebbe gli scambi». Anche se riconosce che questi obiettivi (perseguibili ad esempio con il passaggio dalla relazione semestrale alla trimestrale) comporterebbero un aumento di costi non sempre sostenibile dalle piccole organizzazioni. Anche se Loconte invita a leggere il dato sulla scarsa liquidità anche sotto un'altra ottica, rilevando la mancanza su questo listino di trader che operano con ottica speculativa.

© Riproduzione riservata

L'andamento del mercato Aim tra aprile e maggio 2016 in termini di transazioni (Fonte Borsa Italiana)

