

LA QUOTAZIONE IN BORSA DELLE PMI TRA MITO E REALTÀ. IL CASO DEL MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE (MAC) DI BORSA ITALIA S.P.A.*

di Antonio D'Amato e Claudia Cacia

1. Premessa

I problemi della crescita e dello sviluppo delle piccole imprese sono aspetti su cui si discute più di frequente in varie sedi, non solo accademiche, ma anche politiche e professionali. La cronica carenza di mezzi finanziari a pieno rischio, imputabile per molti versi alla tradizionale chiusura della proprietà alla condivisione del progetto d'impresa, determina un'eccessiva esposizione delle PMI verso terzi finanziatori, soprattutto di tipo bancario, così da rendere, secondo tesi ormai consolidate, più fragili tali organizzazioni. Una simile questione, peraltro, sembra di difficile soluzione, poiché vi è necessità di un coordinato insieme di misure che sollecitino, in particolare, un forte cambiamento culturale nell'imprenditoria italiana di dimensioni minori e una più accentuata crescita di professionalità manageriali.

Gli interventi istituzionali, diretti all'attenuazione del problema, hanno riguardato la previsione di norme *ad hoc* per favorire i livelli di capitalizzazione delle imprese; sotto il profilo fiscale, per esempio, si è reso maggiormente oneroso il ricorso al debito: la deducibilità degli interessi passivi, infatti, è sottoposta a rigide prescrizioni e limiti. Da un punto di vista civilistico, sono stati introdotti alcuni istituti di particolare interesse (si pensi ai patrimoni destinati), che hanno certamente elevate potenzialità applicative.

Di particolare interesse, tuttavia, è l'iniziativa di Borsa Italia S.p.A. Sull'esempio di altrettante esperienze estere, tra cui spicca l'AIM (*Alternative Investment Market*) del *London Stock Exchange*, la società di gestione della Borsa Valori italiana ha ideato un sistema di scambi organizzati, il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), dedicato alla quotazione delle PMI.

* Pur essendo frutto di riflessioni comuni, i paragrafi 1, 2, 3, 4 e l'appendice sono da attribuirsi al dott. D'Amato, il paragrafo 5 alla dott.ssa Cacia. Le conclusioni sono da attribuirsi ad entrambi.

Il lavoro, partendo dall'analisi di alcuni aspetti caratterizzanti le imprese e il contesto economico-sociale italiano che si ritiene siano in grado di condizionare il successo di un mercato dedicato alle PMI, ha l'obiettivo di analizzare i tratti qualificanti il MAC. Il lavoro, in particolare, non si sofferma sui vantaggi e gli svantaggi della quotazione o sulle esigenze che la quotazione in borsa può soddisfare (già, peraltro, sufficientemente chiariti dalla letteratura)¹, ma si focalizza sugli obiettivi e sui punti di forza/debolezza del Mercato Alternativo del Capitale. In particolare, sarà evidenziata la capacità della nuova iniziativa di attenuare i fattori che possono indurre le PMI a non quotarsi, che non sono necessariamente interpretabili come sintomo di arretratezza². Si osservi, infatti, che la ridotta propensione alla quotazione delle PMI, che interessa, peraltro, anche le imprese più dinamiche (sia sotto il profilo dei tassi di sviluppo, che dal punto di vista manageriale) e a cui la creazione di un mercato borsistico guarda con maggiore interesse, può essere interpretata anche rispetto alle ragioni di convenienza che lasciano preferire soggetti e strumenti alternativi alla borsa per la soluzione delle esigenze cui si pretende che quest'ultima risponda³. In questo senso, sul successo della nuova iniziativa incidono i potenziali conflitti di interesse tra i diversi intermediari (bancari e non) e la borsa per la soddisfazione dei bisogni delle imprese.

2. Capitalismo personale e capitalismo finanziario: la quotazione in borsa nell'evoluzione delle piccole imprese.

Il finanziamento di programmi di crescita e sviluppo rappresenta, di sicuro, per le imprese la motivazione principale per la quotazione in borsa. All'ingresso sui mercati borsistici, tuttavia, è ricollegata la possibilità di raggiungere ulteriori vantaggi, tra cui può annoverarsi⁴:

- la possibilità per l'impresa di attrarre manager qualificati;

¹ Cfr. PERRINI, F., *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI*, Egea, Milano, 2000, pagg. 25-36; RUOZI R. - FERRARI P., *L'ora dei capitali. Nuove opportunità finanziarie per le medie imprese italiane*, Egea, Milano, 2007, pag. 80-81.

² D'altra parte se si utilizzasse la regola del "come se" (Friedman, 1970, pagg. 51-52), per l'interpretazione dei comportamenti degli operatori economici, bisognerebbe ammettere non solo che la scelta di non quotarsi sia consapevole, ma anche frutto di un processo di valutazione razionale. La decisione di non quotarsi, dunque, può non essere solo frutto di miopia imprenditoriale (scarsa propensione della proprietà alla condivisione del progetto d'impresa, arretratezza culturale, ritrosia alla diffusione di informazioni, etc.), ma forse anche di scelte di convenienza.

³ Non è escluso che vi siano anche degli *switching cost* elevati per il passaggio da un sistema all'altro. Si pensi, per esempio, al passaggio, per il finanziamento aziendale, dal canale bancario al canale borsistico.

⁴ Per un'ampia trattazione dei motivi che spingono alla quotazione in borsa si veda GERVASONI A., (a cura di), *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano, 2002, pag. 357 e segg.

- la maggiore facilità nel valutare e liquidare la quota di proprietà degli azionisti;
- il miglioramento dello *standing* creditizio aziendale.

Non sarebbe un obiettivo autonomo, invece, il ricorso alla quotazione in borsa quale strategia per riequilibrare la struttura finanziaria aziendale. La sollecitazione del pubblico risparmio per un'operazione di mera sostituzione di fonti di capitali di credito con mezzi a pieno rischio, prescindendo da qualsiasi nuovo programma di investimento, invia segnali al mercato che si prestano ad una lettura incerta o negativa, per esempio, come probabile manifestazione di difficoltà dell'impresa nel rimborso del debito e conseguente volontà di condividere tale rischio con nuovi investitori. Per cui l'esito della collocazione azionaria è facile che vada incontro a sfavorevoli risultati, non riuscendo, l'impresa, a vendere le azioni di nuova emissione o subendo un rilevante sconto di valore sul prezzo di collocamento.

Le opportunità legate alla quotazione in borsa sono considerate punti di forza per lo sviluppo delle imprese e di quelle piccole e medie in particolar modo. Tuttavia, non si è ancora registrato un livello di interesse sufficiente delle PMI verso la borsa, il che sollecita certamente una riflessione di ordine più generale sul rapporto tra sviluppo e crescita delle PMI e ingresso nei mercati regolamentati.

Lo scarso interesse delle PMI per la quotazione è tradizionalmente ricondotto alle caratteristiche di tali organizzazioni: chiusura della proprietà, mancanza di una cultura gestionale proiettata verso un management finanziario evoluto, volontà di conservare elevati livelli di informalità gestionale, resistenza ad una maggiore trasparenza ed apertura informativa verso l'esterno, etc.⁵. Ciò nonostante, il contenuto ricorso delle piccole imprese alla borsa valori sembra poter ricevere una parziale motivazione se si ha riguardo al peculiare modello di sviluppo industriale adottato dall'imprenditoria italiana e, in particolar modo, da quella medio-piccola.

Se nei paesi anglosassoni lo sviluppo industriale è stato sostenuto dalla crescita e dal perfezionamento del sistema finanziario e del meccanismo borsistico, centro nevralgico per l'efficiente allocazione di capitali provenienti da un vasto pubblico non precisamente identificabile e alla ricerca delle migliori occasioni di investimento *pro-tempore* disponibili, lo sviluppo dell'industria italiana è stato caratterizzato dalla centralità dell'imprenditore. Attraverso contatti personali, con diversi soggetti ed istituzioni, tra

⁵ Tuttavia, considerare il comportamento finanziario delle PMI meno evoluto, sembra quasi un *non sense* alla luce della *Pecking Order Hypothesis*. Tale teoria, seppur criticata da alcuni autori, sembra poter essere particolarmente indicata per spiegare il comportamento finanziario delle PMI, in cui i problemi di asimmetrie informative tra imprese e investitori esterni sono certamente più avvertiti. Sulla *Pecking Order Hypothesis* si veda MYERS S.C. – MAJLUF N.S., "Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have", in *Journal of financial economics*, vol. 13, 1984.

cui centrale è stato il rapporto con le imprese bancarie, l'imprenditore ha garantito l'afflusso delle risorse necessarie all'impresa. Il sistema bancario è stato il perno centrale di tale modello, favorendo lo sviluppo e il successo non solo delle piccole imprese. Attraverso rapporti di diversa specie, ora regolati da garanzie reali e personali, ora dalla spendita di risorse reputazionali e fiduciarie, le banche, soprattutto a vocazione localistica, hanno garantito un afflusso costante di risorse al sistema imprenditoriale⁶.

Gli impersonali meccanismi di mercato, dunque, e le burocrazie manageriali hanno ceduto il posto, nelle imprese italiane, alla personalizzazione delle relazioni di scambio e dei meccanismi di governo dell'impresa.

La diffusione, che ha coinvolto sia le grandi sia le piccole imprese⁷, di un capitalismo di tipo personale, piuttosto che finanziario o manageriale, accentua la centralità delle persone, affermando un modello di sviluppo industriale che antepone alla prevalenza del capitale finanziario l'importanza di solide *partnership* di valore con i differenti attori del sistema produttivo, filiera o distretto⁸. Gli imprenditori alla guida delle imprese hanno fatto uso delle loro potenzialità umane e delle loro abilità professionali per intessere rapporti duraturi con diversi soggetti (fornitori, distributori, banche, etc.) così da coinvolgerli nel sostegno, anche finanziario, al sistema di business, rendendo meno pressante l'esigenza di capitali eccedenti quelli già investiti dall'imprenditore. Si è creato, e in alcuni ambiti ha assunto un rilievo importante, un circuito di sostegno finanziario interno al sistema imprenditoriale, parallelo a quello dell'intermediazione bancaria e borsistica. Si pensi, in tal senso, alle aree distrettuali in cui il credito commerciale ha rappresentato una forma essenziale di finanziamento dell'impresa⁹.

Si osservi, inoltre, che il modello del capitalismo personale ha generato anche specifici percorsi di crescita delle imprese italiane. I vantaggi della grande dimensione, che nei paesi a capitalismo finanziario sono sfruttati con la crescita prevalentemente per via interna delle imprese, grazie ai flussi di risorse che affluiscono via mercato borsistico, in Italia sono rag-

⁶ Per un'analisi del rapporto banca-impresa in Italia e della sua evoluzione nel tempo si veda CORIGLIANO R., "Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del *relationship lending* e sostegno dello sviluppo", in *Banca Impresa Società*, n. 1, 2007, pag. 45 e segg.

⁷ È utile ricordare che anche le grandi imprese sono cresciute e hanno prosperato grazie alla fitta rete di relazioni intessute dall'imprenditore e dai componenti della famiglia.

⁸ Sui caratteri del capitalismo personale e i suoi riflessi sulla gestione d'impresa si veda l'interessante lavoro di BONOMI A. - RULLANI E., *Il capitalismo personale. Una vita per il lavoro*, Einaudi, Torino, 2005. Sull'impossibilità di considerare il capitalismo personale una forma antiquata di organizzazione economica si veda LANGLOIS R.N., "Personal Capitalism as Charismatic Authority: The Organizational Economics of a Weberian concept", in *Industrial and Corporate Change*, vol. 7, issue 1, 1998, pagg. 195-213.

⁹ Si osservi, tuttavia, che Basilea 2 sembra dover incidere sul meccanismo del credito mercantile, razionalizzandolo. Difatti, l'entità dei crediti concessi, incidendo sulla disponibilità monetaria dell'impresa, condiziona la sua solvibilità e, di conseguenza, il rating che la banca le assegna.

giunti mediante linee esterne di sviluppo. Le reti (si veda il fenomeno dei distretti industriali o più in generale delle aree sistema) o i gruppi di PMI costituiscono esempi chiari di strategie volte all'acquisizione dei vantaggi della grande dimensione, senza rinunciare ai punti di forza della piccola impresa e frutto, in ogni caso, del carattere personale delle relazioni tra soggetti economici¹⁰.

Il modello di sviluppo industriale italiano può costituire, pertanto, un prospettiva sicuramente interessante per l'analisi della propensione delle PMI alla quotazione.

Soffermando l'attenzione su aspetti più specifici, merita una riflessione il problema della sottocapitalizzazione delle PMI quale motivo per sollecitare un più ampio ricorso alla quotazione in borsa. Confermando l'osservazione per cui la quotazione non può essere uno strumento per una pura ristrutturazione finanziaria, è del tutto evidente che la necessità di incrementare il capitale di rischio aziendale va valutata rispetto allo stato dell'equilibrio patrimoniale e alla tipologia di fabbisogno finanziario dell'impresa.

Non v'è dubbio che il passivo aziendale delle PMI sia caratterizzato, come rilevato da molteplici studi, da un basso grado di capitalizzazione e da una forte esposizione debitoria su brevi scadenze. Dall'analisi dei dati finanziari di un campione di PMI italiane (v. Appendice), per il periodo 1996-2005, è emerso che i mezzi propri rappresentano mediamente circa il 29% delle fonti e i debiti a breve pressappoco il 54%, all'interno dei quali, peraltro, il peso maggiore è rappresentato dai debiti di fornitura (43%) seguiti dai debiti verso banche (28%), confermando, per certi versi, quanto detto sui circuiti di finanziamento inter-imprese. Tuttavia, la combinata valutazione dell'assetto delle fonti aziendali e degli impieghi evidenzia una equilibrata coordinazione, sotto il profilo temporale, dei finanziamenti con i fabbisogni di capitali¹¹. Le immobilizzazioni non coperte dai mezzi propri rappresentano il 16% nel 1996 e il 5% nel 2005. Laddove si consideri, invece, l'insieme delle fonti a m/l termine, il Margine di Struttura secondario è ampiamente positivo nell'intero periodo considerato¹². Anche sul versante

¹⁰ Si consideri, per esempio, che il fenomeno del gruppo d'impresе è molto diffuso tra le PMI. Il rapporto dell'Istat, *I gruppi di imprese in Italia Anno 2003*, rileva che su oltre 59.000 gruppi d'impresе ben l'89,4% presenta un totale addetti inferiore alle 100 unità. Cfr. Istat, *I gruppi di imprese in Italia Anno 2003*.

¹¹ Seppur limitato alle sole imprese di medie dimensioni, è significativo sottolineare che la ricerca *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, condotta da MEDIOPANCA-UNIONCAMERE nel 2006, abbia sottolineato "una elevata solidità finanziaria" delle medie imprese, nonostante un livello di capitalizzazione che non supera il 30%. Cfr. *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, pag. XX., www.mbres.it/ita/download/mi.pdf. Documento visualizzato il 30/09/2007.

¹² Tale positività sussiste anche quando tra le fonti a m/l termine si considerino unicamente i mezzi propri, i fondi rischi e i debiti per TFR, escludendo, quindi, i prestiti scadenti oltre l'esercizio.

della liquidità aziendale si rileva un miglioramento del margine di garanzia (rappresentato dalle attività correnti) per la copertura delle passività correnti¹³. Da un punto di vista reddituale, infine, emerge una crescente capacità (calcolata sotto forma di Ricavi di vendita/Oneri Finanziari e MOL/Oneri Finanziari) di copertura degli oneri finanziari.

Il basso grado di capitalizzazione e la forte esposizione delle PMI sul breve termine ritrovano nel contenuto livello di investimenti immobilizzati (in media pari al 31%) e nella prevalenza dell'attivo circolante (69%) le loro giustificazioni più immediate. Giova osservare, infatti, che le piccole e medie imprese, da un lato, hanno una proiezione temporale della politica d'investimento non lunga, e, dall'altro, perseguono direttrici di sviluppo che non implicano necessariamente la crescita¹⁴. Un fabbisogno finanziario prevalentemente generato dalle attività correnti, pertanto, richiede, per le sue caratteristiche di variabilità e, in molti casi, di non facile prevedibilità, l'uso di fonti di finanziamento dotate di elevata flessibilità così da potersi prontamente adattare all'attività produttiva e alle riserve aziendali di liquidità, ottimizzando l'uso e il costo dei capitali¹⁵.

Inoltre, va considerata l'ipotesi, che nel caso delle PMI sembra certezza, che i bilanci nascondano parte più o meno rilevante degli utili realizzati, sottostimando così la redditività e la reale consistenza del capitale proprio aziendale. In pratica, è possibile ritenere che nelle piccole imprese sia molto più facile, per diverse ragioni tra cui quelle fiscali, che si creino riserve occulte di valore.

In tale prospettiva, quindi, non sembra che il basso livello di capitalizzazione delle PMI costituisca, se considerato isolatamente, motivo valido per sollecitare un più ampio ricorso al mercato azionario. Certamente, ciò non significa che le PMI non presentino problemi di ordine finanziario, ma può ritenersi che essi debbano essere ridimensionati e limitati, più che altro, alla necessità di una gestione della tesoreria più efficace, realizzata attra-

¹³ La misura di liquidità utilizzata è il rapporto CCN/AT (Capitale Circolante Netto/Attivo Totale Netto). I tradizionali indici di liquidità (Current Ratio e Quick Ratio), infatti, sono considerati non attendibili per la misura della solvibilità aziendale. Cfr. ALTMAN E. "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta@Models", www.pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf 7/2000 ed anche BARONTINI R., *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*, Il Mulino, Bologna, 2000, pag. 92.

¹⁴ Pur non negando l'esistenza di vincoli allo sviluppo delle PMI, va rimarcato che la scarsa tendenza delle PMI verso la crescita non è sintomo di arretratezza del sistema industriale italiano. Va innanzitutto sottolineato che le scelte dimensionali sono in ogni caso il risultato di un giudizio di convenienza economica. In secondo luogo, è utile ribadire che «l'evidenza empirica disponibile tend(e) a suggerire che il fattore dimensionale abbia un'importanza relativa nel determinare il successo di un'impresa». Per approfondimenti si veda MARZANO A., "La dimensione delle imprese italiane nello scenario della globalizzazione", in *Economia italiana*, n. 3, 2002, pagg. 555-567.

¹⁵ D'altra parte, se l'obiettivo dell'impresa è creare valore è evidente che essa deve massimizzare la differenza tra ROI e costo dei capitali: tale obiettivo, però, non è legato necessariamente ad elevati livelli di capitalizzazione.

verso una migliore coordinazione delle politiche d'incasso e di pagamento, e una gestione più evoluta dei rapporti con le banche.

Quale può essere allora il rapporto tra sviluppo delle PMI e quotazione in borsa?

Pur considerando che lo sviluppo d'impresa non passa necessariamente attraverso la crescita dimensionale, deve ritenersi che un incentivo alla crescita possa derivare dalla predisposizione di strumenti che si inseriscano e facciano leva sui caratteri del capitalismo personale conservandone i punti di forza. Pertanto, sembra che possano avere un interesse particolare sia l'istituto dei patrimoni destinati (ex art. 2447 bis c.c.) e dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare (ex art. 2447 decies c.c.)¹⁶, ma anche uno specifico segmento di borsa le cui caratteristiche, tuttavia, consentano una transizione "morbida"¹⁷ dell'impresa, garantendo una forma d'integrità organizzativa secondo quelle linee maggiormente gradite all'imprenditore.

In sostanza, la quotazione in borsa, almeno per le PMI, dovrebbe tendere a conservare, laddove possibile, alcuni caratteri tipici di tali imprese (personalizzazione delle relazioni, semplicità organizzativa, etc.), limitando l'avocazione del controllo sul complesso sistema produttivo e relazionale aziendale all'"organizzazione", quale entità astratta e l'"imposizione" di non fisiologici (perché non opportuni o avvertiti come non necessari) percorsi di crescita dimensionale¹⁸. In ogni caso, se una transizione delle PMI verso modelli organizzativi differenti vi deve essere, essa dovrà essere favorita in modo graduale e consapevole.

3. Tratti caratteristici delle PMI e riflessi sulla progettazione di un mercato dei capitali dedicato alle imprese di minori dimensioni.

Rispetto alla diffusa sensazione che i mercati finanziari siano oggetto di una spinta omogeneizzazione, a seguito anche di un processo di globalizzazione che sembra aver interessato in particolar modo i mercati azionari mondiali, è indubbio che le specificità economico-sociali dei singoli contesti nazionali non possano essere annullate. In questo senso, dunque, globa-

¹⁶ Uno dei punti di forza di tali strumenti è ravvisabile nella possibilità per l'imprenditore di coinvolgere selezionati soggetti nell'iniziativa, di cui è possibile valutarne personalmente le caratteristiche e le attitudini, così da accrescere il business, ma controllandone le dinamiche.

¹⁷ Per un'elencazione dei principali problemi e vantaggi percepiti dagli imprenditori nella quotazione in borsa, si vedano i risultati della ricerca empirica presente in FRANZOSI A. – PELLIZZONI E., *La quotazione in borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, Borsa Italiana, Bit Notes n. 7, 2003, pagg. 15–18.

¹⁸ «Oggi, le imprese non sono competitive perché grandi o piccole, ma in funzione di quello che sanno fare e che fanno.». BONOMI A. – RULLANI E., *Il capitalismo personale. Una vita per il lavoro*, op. cit., pag. 132.

lizzazione deve significare, anche nella strutturazione dei mercati finanziari, tradizionalmente tendenti verso elevati gradi di standardizzazione, non appiattimento su soluzioni ed esperienze più o meno diffuse, ma condivisione su larga scala delle specificità nazionali. È solo in questo modo che si finirà non schiacciati da sistemi e modelli oggettivamente non coerenti con la cultura e le motivazioni interiorizzate nei singoli contesti locali.

In tale prospettiva, la progettazione di un mercato del capitale di rischio dedicato alle piccole e medie imprese deve inserirsi in uno scenario che ponga a sistema i caratteri e le esigenze delle PMI con le caratteristiche economiche e sociali del contesto in cui si inserisce l'iniziativa.

Vale sottolineare, innanzitutto, come la piccola e media impresa e i sistemi locali di PMI, pur tra alterne vicende, si siano rivelati fenomeni di successo del sistema industriale italiano, in un contesto paese che da più parti è considerato non certo facilitante l'attività imprenditoriale. Le principali caratteristiche organizzative e gestionali di tali aziende possono essere rinvenute:

- nell'elevato coinvolgimento del proprietario-imprenditore nella gestione dell'impresa. Tale aspetto è di significativo rilievo per la creazione all'interno dell'impresa di forti legami personali e la diffusione di senso di appartenenza, ma anche fonte di alcune carenze tra cui la scarsità di risorse manageriali;
- nella flessibilità organizzativa e strategica e nell'informalità gestionale, che garantiscono la possibilità di operare rapidi mutamenti delle condotte aziendali e una più facile comunicazione intraziendale;
- nelle elevate capacità relazionali verso l'esterno. Tale caratteristica è il frutto della forte impronta personalistica impressa all'azienda;
- nella forte propensione ad investimenti di breve termine con contenuti investimenti fissi, peraltro coperti per la quasi totalità con mezzi propri, e un fabbisogno a breve coperto con il ricorso al credito mercantile e bancario.

Come rilevato, il ruolo degli intermediari finanziari è stato essenziale per lo sviluppo delle PMI. Eppure la centralità delle banche, in un sistema di PMI, seppur visto come elemento di arretratezza rispetto ai sistemi basati sulla borsa valori, in talune circostanze, può essere considerato un modello per l'efficiente allocazione delle risorse in luogo del mercato azionario¹⁹.

¹⁹ Cfr. ALLEN F., "Stock markets and resource allocation", in MAYER C.- VIVER X. (a cura di), *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993, pagg. 86-89. Si osservi, in ogni caso, che la letteratura non è pervenuta a dimostrare la superiorità del sistema *market based* su quello *bank based*. Cfr., per una efficace sintesi dei principali contributi, CORIGLIANO R., "Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del *relationship lending* e sostegno dello sviluppo", cit., pagg. 28-29.

I due diversi sistemi di allocazione delle risorse, risponderebbero, infatti, alla diversa difficoltà di valutare le condotte aziendali: nel caso delle grandi imprese, a differenza delle PMI, gli ostacoli valutativi sono elevati e richiedono, quindi, maggiori sforzi (sia nella fase iniziale dell'investimento che di *monitoring* successivo) che un singolo investitore (la banca) non potrebbe sostenere. Se si considera che le linee gestionali praticabili da un'impresa possono non essere tutte facilmente prevedibili e che le grandi imprese hanno solitamente un ventaglio di alternative strategiche percorribili ampio e variegato, allora, la borsa sarebbe il sistema che meglio consente di valutare le potenziali condotte imprenditoriali, riversando sui corsi azionari le diversificate aspettative che si addensano intorno all'impresa. Pertanto, la borsa, quale luogo che catalizza una molteplicità di investitori, che "scommettono" sulle possibili linee evolutive delle imprese, sarebbe il sistema più adatto di allocazione dei capitali per i mercati dominati da grandi imprese.

Nel caso delle *small business*, invece, in considerazione delle loro limitate alternative praticabili, un singolo investitore (la banca) è senz'altro in grado di valutare più facilmente le linee d'azione dell'impresa²⁰.

Il quadro imprenditoriale italiano, pertanto, conserva al suo interno non elementi di arretratezza, quanto peculiarità intrinseche coerentemente intrecciate. La progettazione di un mercato dedicato al capitale di rischio per le PMI, dunque, deve considerare tali specificità, valendosene per un suo successo.

Giova sottolineare che i tradizionali mercati gestiti da Borsa Italiana offrono limitate possibilità di quotazione alle PMI. Nell'ambito dei mercati regolamentati, infatti, le piccole imprese hanno come riferimento principale il mercato Expandi, appositamente creato per tali organizzazioni. Le medie imprese, invece, oltre all'Expandi possono, nel rispetto di requisiti più stringenti rispetto a quest'ultimo, quotarsi presso il segmento Star o quello Standard del Mercato Telematico Azionario (MTA)²¹.

In tale panorama, il Mercato Alternativo del Capitale colma un vuoto d'offerta, a favore delle PMI, prevedendo requisiti d'accesso più blandi e regole di funzionamento maggiormente coerenti con le caratteristiche delle piccole imprese e del contesto italiano. Esso, infatti, prende atto:

²⁰ In realtà, la teoria si riferisce non direttamente alle piccole imprese, quanto alle imprese che operano in contesti concorrenziali. Tuttavia, è noto che le PMI, rispetto alle grandi imprese, operano in contesti maggiormente esposti a spinte competitive.

²¹ Il MTA si articola in diversi segmenti, tra cui vale ricordare il segmento Blue Chip, il segmento Star e quello Standard. Il primo è riservato alle imprese ad elevata capitalizzazione (superiore ad 1 mld di euro); il secondo è riservato alle imprese con media capitalizzazione (superiore a 40 mln ma inferiore a 1 mld di euro), che rispettino alti requisiti in termini di trasparenza, liquidità e *corporate governance*. Il segmento Standard, infine, condivide con lo Star solo i requisiti di capitalizzazione.

- della centralità del ruolo degli intermediari finanziari. Il coinvolgimento degli intermediari finanziari nella quotazione delle PMI può avvenire attraverso la figura dello Sponsor. Riservando allo Sponsor il ruolo di assistenza dell'impresa nella predisposizione della domanda di ammissione e di garante nei confronti del mercato della qualità della società sponsorizzata²², è evidente che tale figura sembra ritagliata su quella delle banche, radicate nel territorio, con cui l'imprenditore è solito intrattenere rapporti d'affari. La valorizzazione di tale rapporto, in pratica, capitalizza gli *asset* relazionali (conoscenza, fiducia, etc.) che nel tempo si sono formati nell'ambito della relazione banca-impresa, consentendo di velocizzare il processo di valutazione dei requisiti dell'impresa con un ridotto impiego di risorse per entrambi i soggetti;
- della contenuta propensione dei risparmiatori individuali all'investimento in borsa. La limitazione ai soli investitori istituzionali della possibilità di investire in azioni di PMI risponde all'esigenza di superare le difficoltà connesse all'ancora bassa presenza di investitori individuali pronti ad investire in capitale di rischio. La scarsa propensione all'investimento può essere ancora più accentuata per effetto del più elevato rischio che caratterizza le azioni delle PMI;
- di un'impostazione flessibile e informale della gestione delle PMI. I requisiti d'accesso e di permanenza al mercato e i connessi obblighi posti a carico dell'emittente sembrano diretti a conservare flessibilità e informalità gestionale. In realtà, il punto è controverso, poiché in ogni caso la quotazione in borsa oltre che modificare e formalizzare le impostazioni e le procedure per la gestione dei rapporti con i finanziatori esterni, espone l'impresa a maggiori pressioni esterne, con la conseguenza di modificarne certe condotte organizzative e gestionali;
- della tendenza delle PMI a mantenere il riserbo su elevata parte delle informazioni e sulle condotte aziendali. I ridotti obblighi informativi richiesti dal regolamento del MAC alle società quotate tende a salvaguardare il segreto aziendale. D'altra parte, le PMI, in ragione delle loro caratteristiche dimensionali e della loro forza commerciale, sono più esposte a condizioni di mercato che approssimano quelle della concorrenza. Di conseguenza, la riservatezza delle informazioni aziendali si pone, per esse, con maggiore rilievo al fine di non perdere i vantaggi rispetto ai *competitor*.

Le caratteristiche delle PMI hanno influenza anche sui meccanismi di funzionamento del mercato. I titoli delle PMI sia per il volume degli scam-

²² Nel caso in cui la società quotata al MAC sia ammessa a procedure concorsuali o sciolta entro 18 mesi dall'ammissione alla quotazione, allo Sponsor è inibito, per il periodo di un anno, presentare ulteriori società per la quotazione. Cfr. art. 17 c. 2, *Regolamento del Mercato Alternativo del Capitale*, novembre 2007.

bi, sia per il flottante presente sul mercato, infatti, possono presentare elevati gradi di illiquidità, compromettendo la sostenibilità degli scambi e il successo del mercato. La letteratura suggerisce in questi casi l'adozione di un meccanismo di mercato riconducibile a quello del *market making*. In pratica l'esistenza di intermediari che si sostituiscono al mercato, immettendo ordini d'acquisto e vendita, dovrebbe ridurre il rischio di paralisi degli scambi²³. Rinviano alle considerazioni fatte in seguito (cfr. § 5.) è utile anticipare che nella progettazione del Mercato Alternativo del Capitale, pur accogliendo l'idea del meccanismo di *market making*, è stato privilegiato un meccanismo fondato essenzialmente su un sistema ad asta a chiamata, con la previsione, tuttavia, di *dealer* (gli *Specialist*), scelti dalle imprese, che tra le altre funzioni ha il compito di immettere, in fase d'asta, ordini vincolanti di acquisto e vendita, al fine di sostenere gli scambi del titolo. Le caratteristiche dell'investimento in PMI (basso flottante, ottica di m/l termine, etc.), infatti, possono non assicurare un flusso di ordini, da parte degli investitori, tali da incrociare le diverse esigenze; di conseguenza, diviene necessario prevedere un correttivo rappresentato dai *dealer*.

Naturalmente, la garanzia di un livello di liquidità adeguata, oltre che con meccanismi interni al mercato è raggiunto attraverso la sollecitazione di un'ampia partecipazione di investitori. In questo senso, la creazione di mercati di rilievo sopranazionale può consentire una maggiore visibilità delle imprese e dunque anche la partecipazione di una platea più ampia di investitori.

4. Opportunità e limiti di un "azionariato professionale" per la crescita delle PMI.

Il Mercato Alternativo del Capitale, creato specificamente per le PMI, si configura come un sistema di scambi organizzati progettato con caratteristiche di elevata semplificazione, sia sotto il profilo dell'accesso, sia per ciò che concerne gli obblighi amministrativi ed informativi specifici che l'emittente deve rispettare. Il nuovo mercato, pertanto, nasce con l'obiettivo di evitare, a seguito della quotazione, la manifestazione di una discontinuità dei processi di governo e di gestione aziendali, a favore di un cambiamento progressivo e meditato nel tempo. Rispetto alle passate esperienze (Mercato Expandi, Ristretto, etc.), dunque, la struttura e il funzionamento del mercato sono stati per molti versi adattata all'*humus* aziendale ossia agli elementi culturali e motivazionali dell'impresa, non incidendo, almeno

²³ Su tale aspetto si veda FORESTIERI G., "Le condizioni per un mercato del capitale di rischio delle PMI", in *Bancaria*, n. 7/8, 1993, pag. 13.

nel breve-medio termine, in maniera forte sulla cultura d'impresa e sulle routine organizzative (percorso intriso di vischiosità e dagli incerti esiti²⁴). Sotto tale profilo, in definitiva, l'iniziativa gode di un indubbio punto di forza preservando un sicuro vantaggio competitivo delle PMI (le relazioni personali quali fonte di risorse materiali ed immateriali), ma consente, contemporaneamente, possibilità di finanziamento più adeguate all'impresa votata allo sviluppo.

Che il MAC sia un mercato creato per attrarre un numero potenzialmente elevato di imprese è confermato dai requisiti d'accesso particolarmente semplificati che le imprese devono rispettare²⁵.

Di sicuro interesse, tuttavia, è il rapporto tra le PMI e gli investitori che sul MAC operano. La limitazione ai soli investitori professionali della possibilità di impartire ordini di negoziazione risponde a diversificate esigenze. Vi è certamente da considerare che le PMI sono soggette a dinamiche, in molti casi, difficilmente valutabili da risparmiatori non professionali, per cui la limitazione dell'operatività sul mercato ai soli investitori professionali intende far leva sulle capacità e sugli strumenti di analisi di questi ultimi per il superamento dei vincoli informativi ed interpretativi di cui i primi sono affetti²⁶. Si aggiunga, inoltre, la maggiore capacità degli investitori professionali di comporre e gestire un portafoglio ampio e diversificato che riduce il rischio dell'investimento. In tale direzione gioca anche il fatto che le PMI sono considerate investimenti anticiclici poco influenzate dagli andamenti generali del mercato, dunque, dalle forti potenzialità ai fini della diversificazione del portafoglio²⁷.

Oltre che sotto il profilo più strettamente legato alla gestione degli investimenti finanziari, va sottolineato che la limitazione dell'operatività ai soli investitori professionali potrebbe e dovrebbe avere effetti anche sul versante della maggiore stabilità del finanziamento delle iniziative delle PMI. Invero, gli investitori professionali dovrebbero avere più dei picco-

²⁴ Sul problema dei cambiamenti organizzativi si veda COMPAGNO C., "Il cambiamento e l'innovazione", in COSTA G.-NACAMULLI R.C.D., (a cura di), *Manuale di organizzazione aziendale*, Vol. 3, Utet, Torino, 1997, pagg. 314-345.

²⁵ Sono ammesse alle quotazioni, infatti, le imprese costituite sotto forma di società per azioni che abbiano il bilancio (anche consolidato) certificato positivamente da una società di revisione e i cui amministratori e componenti dell'organo di controllo abbiano i requisiti di onorabilità previsti dalla legge, senza che sia richiesto, peraltro, il rispetto di alcun limite di capitalizzazione o di flottante.

²⁶ In tale prospettiva, si riducono i problemi e soprattutto i costi per l'impresa (costo del capitale) legati all'asimmetrica distribuzione delle informazioni che, inevitabilmente, verrebbero ad esistenza laddove investitori di piccole dimensioni e dalle scarse esperienze investissero in PMI.

²⁷ Pur se sotto il profilo individuale sono maggiormente rischiose, a livello di portafoglio le PMI manifestano elevate potenzialità di abbattimento del rischio, sia perché gli investitori non possono che investire somme contenute (date le dimensioni del capitale proprio delle PMI e della quota che resta comunque nelle mani dell'azionista di maggioranza), sia per il minor rischio sistematico da cui sono affette e per l'accennata caratteristica di scarsa prociclicità.

li investitori non solo una maggiore capacità di analisi e valutazione, ma anche un'ottica di investimento medio/lunga. Giova rilevare, tuttavia, che tale caratteristica è fisiologicamente ricollegabile soprattutto a specifiche categorie di investitori professionali, si pensi ai fondi di *private equity* e, più in generale, ai fondi comuni chiusi. I fondi comuni aperti e le SICAV di diritto italiano, per esempio, difficilmente rispondono, allo stato attuale, ad una proiezione di medio/lungo termine dell'investimento, considerato che il tasso di rotazione annuo delle azioni nei relativi portafogli si aggira intorno ad 1,6 volte l'anno (circa 8 mesi)²⁸. I fondi statunitensi, considerati i più virtuosi, sotto il profilo del ricambio degli investimenti azionari, presentano, invece, un tasso di rotazione di circa 0,51 volte l'anno (in pratica le azioni restano nei portafogli all'incirca 2 anni)²⁹. Si consideri che la pratica operativa ritiene adeguato un tasso di rotazione non superiore a 0,8.

Le banche, pur inserite tra gli investitori professionali, non si ritiene possano svolgere un ruolo presente ed attivo sul MAC in qualità di investitori per conto proprio. Da un punto di vista organizzativo, infatti, le attività di *private equity* delle banche sono svolte, prevalentemente, da proprie SGR (Società di Gestione del Risparmio). Da un punto di vista regolamentare, un disincentivo all'investimento diretto in azioni potrebbe derivare dalle regole di determinazione del patrimonio di vigilanza, che non premiano certamente gli investimenti azionari, rispetto alla concessione di credito assistito da garanzie. In questa prospettiva, sembra che il ruolo della banca sia in realtà quello di sollecitare ed accompagnare le PMI verso la quotazione in modo da vedere, da un lato, rafforzata la propria garanzia di rimborso dei prestiti concessi e, dall'altro, ampliata l'area di business, erogando credito ad imprese in crescita.

Si ritiene, quindi, che il MAC, oltre che rappresentare, per le imprese, un'alternativa, meno onerosa e più semplificata, ai mercati regolamentati tradizionali, costituisca in realtà una via per rilanciare la crescita e la dinamicità del mercato azionario italiano, attraendo la componente più numerosa e vivace del sistema imprenditoriale nostrano, e per allargare le aree di business degli investitori fisiologicamente votati all'investimento nel capitale proprio delle PMI (fondi di *private equity* e di *venture capital*). Sotto quest'ultimo profilo, infatti, il MAC può consentire di superare alcune difficoltà proprie del tradizionale rapporto di *private equity*:

- facilitando l'incontro tra domanda ed offerta, che è reso certamente più

²⁸ Tale dato è riferito al 2006. Cfr. MEDIOBANCA, "Dati di 1200 fondi e SICAV italiani (1984-2006)", 2007, pag. 102 e segg.

²⁹ Il dato si riferisce al 2004. Nello stesso anno i fondi italiani presentavano una rotazione di 1,5. La forte distanza, in ogni caso, è confermata da una serie storica piuttosto ampia. Cfr. REID B.-MILLAR K., "Mutual Funds and portfolio turnover", Research Commentary, Investment Company Institute, November 2004.

impersonale. I finanziatori saranno facilitati nella fase di ricerca delle iniziative in cui investire³⁰;

- garantendo una maggiore liquidabilità dell'investimento. Ciò dipenderà naturalmente dallo sviluppo del mercato;
- consentendo all'imprenditore di collocare sul mercato la quota di capitale che ritiene più opportuna e non necessariamente quella di maggioranza, così come avviene in molte operazioni di *private equity*, in cui il finanziatore acquisisce la maggioranza del capitale;
- permettendo all'imprenditore di conservare un elevato grado di controllo sull'impresa, che nei tradizionali rapporti di *private equity* tende ad essere contenuta da un'ingerenza, più o meno forte, da parte del finanziatore.

La maggiore personalizzazione e standardizzazione dei rapporti con i finanziatori, che il MAC di sicuro contribuisce a realizzare, può, tuttavia, attenuare gli effetti, sul governo e sulla gestione d'impresa, della presenza di investitori istituzionali nel capitale aziendale. Nei tradizionali rapporti di *private equity*, infatti, all'attività di finanziamento si accompagna una diversificata attività di assistenza e di consulenza su diversi fronti, da quelli più squisitamente finanziari, fino ad arrivare alla pianificazione strategica e alla riorganizzazione aziendale o al *recruiting* di risorse manageriali³¹. Sotto questo profilo, quindi, la partecipazione attiva di investitori istituzionali al capitale aziendale spinge certamente l'impresa verso l'acquisizione, su più versanti, di gradi più spinti di managerializzazione: su quello della proprietà, sollecitata ad una maggiore separazione dall'attività di governo, e su quello del governo e della gestione, attraverso una revisione degli organi e dei processi gestionali e la sostituzione del management.

In questo senso, dunque, il MAC, anche in considerazione delle sue regole di funzionamento³², sembra che abbia come funzione prioritaria quella di supportare primariamente i progetti di crescita delle imprese, senza che alle PMI sia richiesta un'evoluzione immediata verso modelli manageria-

³⁰ In tal senso, «L'identificazione delle opportunità di investimento rappresenta in Italia uno dei principali problemi per gli investitori istituzionali. (...) la scarsa conoscenza di questi strumenti rende necessaria un'attività (...) di "marketing diretto" da parte degli operatori, con conseguente considerevole dispendio di risorse». Fonte: GERVASONI A., (a cura di), *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, op. cit., pag. 344.

³¹ Sugli effetti della presenza di investitori istituzionali nel capitale aziendale si veda SCHILLACI C.E.– FARACI R., "Managerializzazione del governo d'impresa e ruolo degli investitori istituzionali nell'accelerazione dello sviluppo delle imprese familiari italiane" in *Sinergie*, n. 55, 2001, pag. 308 e 309.

³² Si osservi che le regole di funzionamento del MAC sembra che accentuino solo alcune delle funzioni tradizionalmente riconosciute ai mercati borsistici, tra cui vi è sicuramente la crescita e la visibilità dell'impresa. Ulteriori funzioni, tra cui quella di riallocazione dei diritti di proprietà, che la borsa svolge, nel caso del MAC sono significativamente alterate. La mancanza di un flottante minimo per l'accesso alla quotazione, per esempio, compromette la possibilità di avere cambiamenti della proprietà. La limitazione dell'operatività sul mercato ai soli investitori

li più strutturali e formalizzati³³. Quest'ultima condizione, invece, sembra certamente necessaria, in considerazione degli obblighi più stringenti, per l'ingresso negli altri segmenti di borsa.

In questa prospettiva, peraltro, sembra venir meno anche l'incentivo che tradizionalmente è riconosciuto ai mercati borsistici ossia di indurre le imprese al cambiamento e alla massimizzazione delle opportunità di valore dietro sanzione di *take over*. Il MAC, così come strutturato, infatti, può non consentire, non essendovi obbligo di un flottante minimo, che le imprese siano effettivamente contendibili, e cioè che vi possano essere passaggi di proprietà dove il management risulti inefficiente.

5. Le potenzialità del MAC alla luce delle esperienze del segmento Expandi di Borsa Italia e dell'AIM (*Alternative Investment Market*) del *London Stock Exchange*.

Il MAC nasce sulla scia di molteplici tentativi, alcuni fallimentari altri non pienamente sviluppati, di creazione di un mercato borsistico rivolto alle PMI. Tuttavia, sembra che il MAC possa essere considerato come un momento di svolta significativo nel panorama dei mercati, certamente nazionali, rivolti alle imprese di piccole e medie dimensioni, segnando una linea di rottura sia con le esperienze attualmente esistenti (mercato Expandi), sia con le passate esperienze. Pur ispirandosi all'AIM (*Alternative Investment Market*), mercato non regolamentato gestito dalla borsa valori londinese (LSE), il MAC risponde alle esigenze di finanziamento delle imprese di minori dimensioni, valorizzando, tuttavia, le specificità economiche e sociali del contesto italiano. Peraltro, esso nasce dal coinvolgimento di un'ampia platea di soggetti³⁴ accomunati da obiettivi di sviluppo del tessuto industriale italiano.

Il Mercato Ristretto, prima, e il mercato Expandi, dopo, sono le alternative che in epoche diverse sono state prospettate per l'accesso delle PMI alla quotazione in borsa, senza considerare i progetti di borse locali che, qualche decennio passato, si era ipotizzato di poter creare per attrarre le imprese verso i mercati borsistici³⁵. Tuttavia, i risultati ottenuti non sono

professionali e la previsione di un lotto minimo di negoziazione piuttosto elevato (€ 50.000) non favorisce certamente la possibilità di porre in essere piani di azionariato a favore dei dipendenti o di *stock option*.

³³ Cfr. FRANZOSI A.- PELLIZZONI E., *La quotazione in borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, cit., pag. 48.

³⁴ Oltre Borsa Italiana, hanno partecipato alla realizzazione del progetto alcune primarie banche nazionali, SIM, associazioni degli imprenditori e lo Stato. Quest'ultimo partecipa direttamente al progetto mediante l'Istituto per la Promozione Industriale (IPI).

³⁵ Per alcune osservazioni sui mercati locali si veda METALLO G.- PENCARELLI T., *I circuiti finanziari tra localismi e globalizzazione. Verso un'integrazione*, Giuffrè Editore, Milano, 1995, pag. 159 e segg.

stati certamente brillanti, deludenti per il “Mercato Ristretto”, ancora limitati, invece, per l'Expandi. Il mercato Expandi, infatti, creato nel 2003 sulle spoglie del Mercato Ristretto, da cui ha ereditato le prime 11 società quotate, conta attualmente meno di 40 società con una capitalizzazione complessiva pari a circa l'1% del PIL³⁶.

Tab. 1 – Principali differenze tra il Mercato Alternativo del Capitale e il mercato Expandi

REQUISITI	MAC	EXPANDI
Tipologia di mercato	Non Regolamentato	Regolamentato
Investitori	Solo professionali	Tutti
Capitalizzazione minima	Non previsto	1 milione di Euro
Lotto minimo di negoziazione	50.000 Euro	Non previsto
Certificazione di Bilancio	Ultimo esercizio	Ultimi 3 esercizi
Piano industriale	Non richiesto	Non obbligatorio, ma indispensabile
Prospetto informativo	Non richiesto	Presentato sia a Borsa Italiana che alla Consob (che ne deve autorizzare la pubblicazione)
Controllo di gestione	Non richiesto	Richiesto
Flottante minimo	Non previsto	10% del capitale
Controvalore minimo	Non previsto	Almeno di 750.000 Euro
Obblighi informativi	Limitati (bilancio annuale e relazione semestrale)	Estesi a tutte le informazioni di gestione (calendario eventi, dividendo deliberato, modifiche statutarie, <i>insider dealing</i> , etc.).
Track record	Positivo - 1 anno	Positivo - 3 anni
Trasmissione delle informazioni	Trasmissione diretta	Trasmissione tramite NIS*
Modello di <i>corporate governance</i>	Non richiesto	Non obbligatorio. È necessario, tuttavia: - una ripartizione di poteri tra Consiglio di Amministrazione e Assemblea - un sistema di controllo interno - l'affidabilità dell'informazione finanziaria

* Il NIS, Network Information System, è il circuito telematico predisposto da Borsa Italiana per la trasmissione delle informazioni al pubblico.

Ns. elaborazione

La presenza di requisiti d'accesso e di permanenza semplificati e l'esistenza di un processo di quotazione più snello rispetto agli altri mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana lasciano intravedere nell'Expandi un mercato adatto non tanto alle PMI quanto alle imprese di maggiori di-

³⁶ Per approfondimenti si veda BORSA ITALIANA, *Bit Stat. Statistiche dei mercati borsistici italiani*, Dicembre 2007, pag. 4.

mensioni intenzionate ad un avvicinamento graduale al mercato finanziario, così da prepararsi ad un'eventuale quotazione nel listino principale. Nonostante sia nato con l'intenzione di rivolgersi alle PMI, la configurazione di mercato regolamentato rende l'Expandi poco adattabile alle esigenze tipiche delle piccole e medie imprese, sia in termini di obblighi da rispettare, sia di costi da sostenere. L'accesso al mercato, difatti, è vincolato ad una serie di requisiti formali e sostanziali, ben più stringenti rispetto a quelli previsti per il MAC, seppur più snelli rispetto ad altri mercati regolamentati³⁷.

I diversi requisiti di ammissione e permanenza al mercato, previsti per il MAC e l'Expandi (Tab. 1), è indubbio che indirizzeranno le piccole imprese votate alla crescita e allo sviluppo, ma non alla cessione del controllo (da non intendersi in senso esclusivamente proprietario) verso il primo. Tuttavia, è del tutto probabile che al MAC si indirizzeranno anche quelle imprese che, pur avendo i requisiti dimensionali e finanziari adeguati per la quotazione sull'Expandi, privilegeranno la minore quantità di adempimenti. Sotto tale profilo, è significativo osservare che il MAC gode di un indubbio vantaggio rispetto all'Expandi proprio in riferimento ai minori obblighi informativi dell'impresa³⁸ nei confronti del mercato³⁹, idonei a tutelare maggiormente la riservatezza dell'impresa in relazione a strategie e a piani industriali, obiettivo tradizionalmente attribuito al piccolo e medio imprenditore⁴⁰.

L'Alternative Investment Market⁴¹ rappresenta l'omologo inglese del MAC. Istituito nel 1995, sulle spoglie dell'USM (*Unlisted Securities Market*), con lo scopo di consentire l'accesso al mercato dei capitali alle piccole e medie imprese, si posiziona egregiamente nello scenario mondiale in virtù della sua vocazione internazionale, venutasi a creare proprio grazie alla facilità di funzionamento e alla snellezza procedurale richiesta in fase di ammissione. Attualmente rappresenta il principale mercato al mondo dedicato alle PMI con oltre 1600 società quotate.

³⁷ Per un'analisi delle caratteristiche del Mercato Expandi si veda PARRINI L., *Il mercato Expandi. La quotazione in borsa per le PMI*, IPSOA, Milano, 2006, pag. 99 e segg.

³⁸ Sugli obblighi informativi delle società quotate si veda: BORSA ITALIANA, *Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, Novembre 2007, in particolare la Sezione IA 2.9 "Schemi di comunicato price-sensitive". Per gli obblighi informativi delle società quotate al MAC si veda l'art. 7 e 8 del Regolamento del MAC.

³⁹ Si ricordi che tali minori obblighi sono da leggersi in relazione al più ristretto pubblico di operatori autorizzati ad investire sul MAC.

⁴⁰ Sotto tale profilo, pertanto, è da ritenersi che l'Expandi e il MAC, in una ideale mappa di posizionamento dei mercati di Borsa Italiana, si posizionino in modo sostanzialmente diverso. Il primo si rivolge ad imprese maggiormente strutturate sotto il profilo organizzativo e finanziario, il secondo, invece, pur essendo aperto a qualsiasi tipo di imprese è teso ad attrarre quelle imprese più lontane dalle logiche della borsa, perché avvertite come eccessivamente complesse.

⁴¹ Per approfondimenti si veda AIM, *The most successful growth market in the world*, **gennaio 2006**.

Tab. 2 – Confronto tra le principali caratteristiche del Mercato Alternativo del Capitale e dell' Alternative Investment Market

REQUISITI	MAC	AIM
Tipologia di mercato	Non Regolamentato	Non Regolamentato
Investitori	Solo Professionali	Tutti
Capitalizzazione minima	Non richiesta	Non richiesta
Lotto minimo di negoziazione	50.000 Euro	Non previsto
Certificazione di Bilancio	Ultimo esercizio	Possono quotarsi anche imprese neo-costituite
Piano industriale	Non richiesto	Non richiesto
Prospetto informativo	Non richiesto	Richiesto in caso di offerta pubblica*
Controllo di gestione	Non richiesto	Non richiesto
Flottante minimo	Non richiesto	Non richiesto
Controvalore	Non richiesto	Non richiesto
Obblighi informativi	Limitati (bilancio annuale e relazione semestrale)	Limitati (bilancio annuale e relazione semestrale)
Track record	Positivo - 1 anno	Non richiesto
Trasmissione delle informazioni	Trasmissione diretta	Trasmissione tramite Exchange
Modello di <i>corporate governance</i>	Non richiesto	Definito <i>ad hoc</i> per ogni società
Intermediario di supporto alla quotazione (ammissione e permanenza)**	<i>Sponsor</i> . Previsto ed obbligatorio per i primi 3 anni di quotazione	<i>Nominated Advisor (Nomad)</i> . Previsto per tutto il periodo di quotazione
Intermediario garante della liquidità del titolo	<i>Specialista</i> . Previsto per tutto il periodo di quotazione È anche <i>market maker</i>	<i>Broker</i> . Previsto per tutto il periodo di quotazione. Non necessariamente <i>market maker</i>

* Il documento è sottoposto all'approvazione dell'UKLA –United Kingdom Listing Authority–

** Per l'esercizio del ruolo di Nomad, oltre all'iscrizione in un apposito registro, così come avviene per lo Sponsor nel MAC, è necessario il possesso di requisiti di carattere dimensionale e organizzativo (evidenziati nel Nominated Advisor Eligibility Criteria).

Ns. elaborazione

Gli aspetti più interessanti dell'AIM e divergenti dal MAC possono essere ricondotti (Tab. 2):

- alla possibilità anche per gli investitori *retail* di intervenire negli scambi di mercato;
- alla possibilità di quotazione di imprese di nuova costituzione senza una *business history*, anche minima, alle spalle;
- alla necessità di un modello di *corporate governance ad hoc* per ogni società;
- all'obbligo per l'impresa, per tutto il periodo di permanenza sul mercato, di usufruire dell'assistenza di un intermediario di supporto (il Nomad).

Tali aspetti risentono e valorizzano naturalmente le caratteristiche del particolare contesto di riferimento: un'elevata propensione, anche dei piccoli investitori, all'investimento azionario, una più elevata cultura finanziaria e una maggiore formalizzazione dei processi di governo delle imprese, un'alta attenzione verso i processi informativi del mercato, etc. La progettazione del MAC, pur ispirata all'AIM, ha preso atto, invece, degli aspetti maggiormente critici del contesto economico italiano, tra cui:

- una contenuta propensione dei risparmiatori all'investimento diretto in borsa. Nelle operazioni di nuovo collocamento, il pubblico dei risparmiatori si rende acquirente per circa il 15% del totale della raccolta di capitale tramite la borsa, l'83% è, invece, collocato presso investitori istituzionali⁴²;
- una minore cultura finanziaria delle imprese di piccola dimensione;
- una minore formalizzazione dei processi di governo e di gestione delle PMI.

In questo senso, la restrizione della possibilità di investimento nel capitale di rischio delle PMI ai soli investitori professionali va letta, tra l'altro, rispetto all'esigenza di garantire snellezza e minore onerosità alla quotazione (ammissione e permanenza sul mercato) in borsa, sollevando l'impresa da una serie di obblighi informativi dettagliati, necessari laddove il mercato fosse aperto ad un pubblico più vasto di investitori.

Giova rilevare, tuttavia, che la caratteristica di professionalità degli investitori, perché dotati di esperienze e strumenti adeguati per scelte d'investimento consapevoli, potrebbe consentire requisiti di ammissione al mercato ancora meno stringenti, riconoscendo l'opportunità, in un'ottica di sviluppo del mercato, di quotazione anche alle *start-up*.

Il successo dell'AIM apre l'interrogativo sulla capacità del MAC di raggiungere risultati adeguati, soprattutto, rispetto alle passate esperienze. Di sicuro, il caso inglese non può suscitare facili entusiasmi sul MAC, che, pur nascendo con caratteristiche che lo rendono certamente appetibile e adeguato a sostenere le PMI, si inserisce in un sistema economico-sociale in cui il substrato culturale è ancora lontano da una completa accettazione di un modello di sviluppo in cui la borsa valori possa svolgere un ruolo determinante. È sufficiente osservare che le imprese attualmente quotate alla borsa valori italiana non superano le 350 unità e la capitalizzazione di borsa si aggira intorno al 50% del PIL nazionale⁴³. Ad ogni modo, l'aver progettato il mercato nella visione dei tratti peculiari del sistema imprenditoriale italiano, in luogo di acritiche estensioni di modelli ed esperienze estere, costituirà certamente un punto di forza per il successo dell'iniziativa.

⁴² Per approfondimenti si rimanda a BORSA ITALIANA, *Bit Stat. Statistiche dei mercati borsistici italiani*, op. cit., pag. 125

⁴³ Per approfondimenti si veda BORSA ITALIANA, "Principali indicatori", febbraio 2008.

In definitiva e alla luce delle considerazioni svolte nel corso del lavoro è possibile sintetizzare nella tabella seguente (tab. 3) i punti di forza e di debolezza ritenuti più importanti per il successo del Mercato Alternativo del Capitale.

Tabella 3 – Punti di forza e di debolezza del Mercato Alternativo del Capitale

Punti di forza	Punti di debolezza
- Valorizza progetti di crescita a M/L termine, senza aprire il capitale al pubblico indistinto	- Non annulla la diffidenza delle piccole e medie imprese nei confronti dei mercati finanziari
- Salvaguarda l'autonomia decisionale dell'impresa	- Prevede la limitazione a tre anni del rapporto con lo Sponsor
- Non impone modifiche della struttura organizzativa aziendale (es. sistemi di <i>corporate governance</i>)	- Non è garantito l'effettivo impegno delle banche nella promozione del mercato
- Prevede costi minimi per l'accesso e la permanenza al mercato	- Potenziali problemi sul fronte della liquidità
- Prevede limitati obblighi informativi a carico dell'emittente	
- Coinvolge il sistema bancario per la sollecitazione e il supporto delle imprese alla quotazione;	

Ns. elaborazione

I punti di forza possono essere idealmente divisi in due categorie e cioè quelli che fanno leva sulle caratteristiche delle piccole imprese e quelli, invece, che valorizzano alcuni aspetti del contesto economico nazionale. Sotto il primo profilo, come già evidenziato, il MAC si qualifica per la forte impronta verso la semplificazione e, dunque, verso la minore gravosità degli obblighi per l'impresa, da intendersi sia in senso economico, che in termini di gestione della quotazione. Dal secondo punto di vista, invece, in un sistema *bank based* è inevitabile che gli intermediari finanziari rappresentino un interlocutore privilegiato per il successo del mercato, considerate le relazioni che essi intessono con il mondo imprenditoriale e quindi le risorse conoscitive e relazionali di cui sono depositari⁴⁴.

La struttura del MAC, infatti, consente il superamento del tradizionale conflitto tra mercato del capitale di rischio e mercato del debito bancario, grazie alla possibilità per le banche di rivestire il ruolo di Sponsor e o Specialista e ampliare il proprio portafoglio di attività.

Alla luce delle nuove norme di Basilea 2, peraltro, sembra che le banche possano avere un significativo ruolo di promozione del mercato. Si

⁴⁴ Si ricorda che lo Sponsor ha un'operatività territorialmente limitata. Pertanto, essi avranno la possibilità di presentare al mercato solo le imprese che hanno sede nel proprio ambito riferimento. Cfr. art. 17 *Regolamento del Mercato Alternativo del Capitale*, op. cit.

osservi che una maggiore solidità finanziaria delle imprese (che potrebbe conseguire dalla quotazione in borsa), riducendone il rischio di insolvenza, contribuisce a ridurre le esigenze di patrimonio di vigilanza delle banche. Inoltre, è indubbio che un rafforzamento delle imprese sotto il profilo dello sviluppo può costituire un'opportunità per aumentare, da parte delle banche, la massa di risorse a titolo di credito intermedie verso le imprese.

Tuttavia, non sono pochi i dubbi sull'effettivo impegno delle banche nella promozione e diffusione del mercato. Da un lato, infatti, le banche, soprattutto quelle locali, scontano ridotte competenze nella prestazione dei servizi di supporto alla quotazione delle imprese. Sotto altro punto di vista, a differenza di quanto accade negli altri mercati europei dedicati alle PMI⁴⁵, la previsione dell'attività di Sponsor per un periodo limitato può rendere poco conveniente per la banca promuovere un mercato capace di generare un ritorno certo solo per tre anni. Per contro, il venir meno del supporto consulenziale offerto dallo Sponsor, potrebbe causare problemi nel mercato, derivanti dal non corretto adempimento degli obblighi informativi da parte delle imprese.

Tra i punti di debolezza del MAC va segnalato senz'altro il problema della liquidità dei titoli e della connessa significatività dei prezzi di scambio. Il basso flottante, l'ottica di medio/lungo termine che caratterizza gli investimenti nei titoli delle PMI o la scarsa partecipazione degli investitori al mercato riducono la numerosità o la frequenza degli scambi, compromettendo la liquidità dei titoli e l'efficienza dei prezzi. Tale problema è senz'altro avvertito anche alla luce dei passati fallimenti di molti dei mercati rivolti alle *small and mid company*. A supporto dei meccanismi di funzionamento (presenza di Sponsor e *dealer* – *Specialist* –) del mercato che tendono a ridurre i rischi appena citati, la creazione di mercati più ampi è senz'altro auspicabile. La recente fusione tra Borsa Italiana S.p.A. e il *London Stock Exchange*, per esempio, rappresenta un passo importante nel garantire una maggiore liquidità al MAC. Difatti, la possibilità di utilizzare una piattaforma comune da parte degli investitori nazionali e di quelli operanti nella borsa londinese per le attività di *trading* può consentire una più facile ricerca di nuove opportunità di investimento anche tra quelle presenti nel MAC.

Naturalmente, un ulteriore supporto all'incremento del volume degli scambi potrebbe derivare, in considerazione anche del basso flottante potenzialmente immesso sul mercato, dalla riduzione del lotto minimo di scambio, così da consentire un aumento delle transazioni.

⁴⁵ Negli altri mercati europei la figura dello Sponsor (il Nomad nell'AIM, il Listing Sponsor nell'Alternext, il Listing Partner nell'Entry Standard) è obbligatoria per tutto il periodo di quotazione.

6. Conclusioni

Pur senza mitizzare eccessivamente il potere benefico della quotazione⁴⁶, è indubbio che l'ingresso in borsa delle PMI può fornire un significativo vantaggio su diversi fronti, tra cui primariamente il sostenimento dello sviluppo e della visibilità. Di conseguenza, non può che propendersi per l'utilità di un mercato azionario dedicato alle PMI, che valorizzi le caratteristiche delle imprese e del contesto di riferimento.

La creazione di un mercato azionario dedicato alle piccole imprese si scontra, tuttavia, principalmente con la ritrosia di tali organizzazioni verso la quotazione in borsa⁴⁷.

Il mancato ricorso ai mercati azionari sembra poter essere spigato alla luce⁴⁸:

- dei limiti culturali e manageriali delle imprese (scarse competenze manageriali, chiusura informativa e proprietaria, etc.);
- delle caratteristiche del contesto capitalistico di riferimento fondato su soggetti (per lo più bancari) e strumenti differenti dalla borsa per soddisfare le esigenze delle imprese;
- della convenienza della borsa valori rispetto ai meccanismi alternativi tipici del nostro sistema economico per il soddisfacimento dei bisogni aziendali. Tale valutazione deve considerare non solo i costi di accesso e di permanenza⁴⁹ nel mercato, ma anche gli *switching cost* associati al passaggio da un sistema all'altro⁵⁰.

In questo senso, il Mercato Alternativo del Capitale, si pone come interessante alternativa poiché facendo leva su differenti aspetti di contesto e

⁴⁶ «(...) l'ingresso in borsa di piccole imprese in crescita non va mitizzato, né va ritenuto indispensabile per uno sviluppo industriale sostenibile, e soprattutto va interpretato alla luce dei comportamenti del mercato e delle istituzioni finanziarie del nostro paese». ONIDA F., "Crescita, competitività e dimensioni d'impresa nella proiezione internazionale del sistema produttivo dell'Italia", in *Economia italiana*, n. 3, 2002.

⁴⁷ Si osservi, tuttavia, che lo scarso ricorso al mercato borsistico è un fenomeno che interessa non solo le piccole imprese, ma anche le grandi imprese, managerialmente più avanzate. Nel caso delle PMI, peraltro, il dato assume maggiore importanza perché la borsa potrebbe assolvere ad un importante ruolo di supporto dei processi di sviluppo di tali imprese.

⁴⁸ Il mancato ricorso alla quotazione potrebbe anche essere la conseguenza di un sufficiente livello di capitalizzazione o dell'assenza delle strategie di crescita dalle linee di sviluppo perseguite dalle imprese. Tuttavia, tali condizioni non sembrano pienamente esplicative: in realtà, esse non spiegano le ragioni per le quali anche imprese votate alla crescita e con contenuti livelli di capitalizzazione non fanno ricorso al mercato di borsa.

⁴⁹ Tra i costi devono essere considerati anche quelli sostenuti per effetto della capacità del mercato di funzionare correttamente. Si pensi, in tal senso, al maggior costo del capitale di rischio nel caso di illiquidità del titolo. Cfr. AMIHUD Y.- MENDELSON H., "Liquidity and Stock Returns", in *Financial Analysts Journal*, n. 42, 1986.

⁵⁰ Gli *switching cost* sono i costi del cambiamento e legati principalmente al fatto che in fase di cambiamento, di un fornitore, di una banca, di una tecnologia, etc. l'impresa può aver necessità di rivedere pratiche gestionali, condotte comportamentali, etc.

delle PMI tenta di superare le tre condizioni sottolineate. Premesso che il recupero dei limiti culturali e manageriali delle PMI rappresenta un'area in cui vi deve essere la convergenza di interventi provenienti da soggetti diversi, dalle *business school*, alle istituzioni economiche territoriali, etc., il MAC intende far leva sul sistema delle banche, soprattutto quelle locali, a più diretto contatto con le imprese, per la sensibilizzazione e il supporto delle PMI verso la quotazione. Attraverso regole di funzionamento semplificate ed obblighi informativi ed amministrativi minimi, il MAC, per un verso, riconosce e valorizza alcuni punti di forza delle PMI, per l'altro, ristabilisce una convenienza a favore della quotazione, non solo in senso strettamente economico, ma anche fornendo la percezione di una minore complessità da gestire. In questo modo, la nuova iniziativa di Borsa ha allargato il suo *target* di riferimento non solo alle PMI votate alla crescita e managerialmente più avanzate, ma anche a quelle imprese che presentano interessanti prospettive di sviluppo, seppur non dotate di elevati livelli di formalizzazione dal lato del management o poco propense alla cessione del controllo.

In tale prospettiva, è da evidenziare come il Mercato alternativo del Capitale si ponga come opzione sicuramente valida per reperire capitali a condizioni meno stringenti delle tradizionali operazioni di *private equity*⁵¹. Difatti, esso consente di superare alcuni punti di debolezza di tali operazioni tra cui l'ingerenza del finanziatore nella gestione d'impresa o la cessione di quote più o meno rilevanti del controllo, etc., che certamente ne ostacolano l'utilizzo e un'ampia accettazione.

In un contesto finanziario dominato dalla forte presenza di intermediari finanziari, tuttavia, è indubbio che il successo del Mercato Alternativo del Capitale venga a dipendere dall'efficacia della *suasion* che essi vorranno o riusciranno ad esercitare nei confronti delle imprese.

Sotto tale profilo, va osservato che in Italia l'attuale offerta di servizi afferenti all'area del *corporate ed investment banking* presenta livelli di diffusione disomogenei e limitati. Le banche italiane, soprattutto quelle di piccole dimensioni con una proiezione regionale o locale, mostrano ancora un'eccessiva concentrazione sulle attività di intermediazione, a differenza delle banche di investimento straniere maggiormente proiettate nei collocamenti azionari⁵².

⁵¹ Si ricordi che le imprese che intendono quotarsi al MAC devono presentare l'ultimo bilancio certificato. Di conseguenza, non possono quotarsi imprese in fase di *start up*. Pertanto, il finanziamento della fase propriamente di *start up* (*start up financing*), ossia dell'avvio dell'impresa, non sembra che possa avvenire tramite il MAC.

⁵² Cfr. FUMAGALLI M. – LAZZARI V., "Gli intermediari finanziari e la quotazione delle imprese", in Forestieri G., *Corporate e Investment banking*, Egea, Milano, 2005, pag. 205.

Di conseguenza, è probabile che le banche, almeno quelle locali, non svolgeranno un ruolo significativo nella promozione del MAC e nel supporto alle imprese nelle fasi di accesso e permanenza nel mercato⁵³.

Il successo del Mercato Alternativo del Capitale, pertanto, è certamente legato alle linee evolutive del sistema bancario e della relativa offerta. Nella misura in cui alla tradizionale attività di *lending* (sia *transaction based* che *relationship based*) si affianchi e venga rafforzata l'area dei servizi *corporate*, in una visione, quindi, di *relationship banking*, è possibile senz'altro immaginare una crescita più sostenuta del mercato azionario.

Un'area di positivo intervento degli intermediari finanziari, bancari e non, può realizzarsi, peraltro, nell'ambito della gestione delle fasi conclusive delle operazioni di *private equity* o *venture capital*⁵⁴. La necessità di monetizzare le partecipazioni acquisite in diverse occasioni (finanziamento dell'*early stage*, dell'*expansion*, operazioni di *turnaround*, etc.) può concretizzarsi, infatti, nella quotazione in borsa dell'impresa. Per quanto riguarda le operazioni di *replacement capital*, ossia degli investimenti a sostegno delle ristrutturazioni proprietarie, il MAC oltre a porsi come momento conclusivo dell'operazione, ossia come sbocco per il disinvestimento operato dall'*equity investor*, rappresenta una valida alternativa per l'impresa, che può rivolgersi direttamente al mercato per ricollocare le quote dei soci non più interessati al *business*.

In questo senso, dunque, l'evoluzione del sistema bancario e l'attivismo degli intermediari finanziari possono garantire il successo del nuovo mercato, promuovendone sia la crescita, sia l'efficienza. Il recente percorso di integrazione tra le Borse Valori italiana ed inglese fornisce, peraltro, spunti ulteriori per ampliare la platea di investitori professionali e, dunque, garantire maggiore liquidità al mercato.

In conclusione, pur in un contesto in cui la Borsa Valori non ha un forte richiamo sia per i risparmiatori, sia per l'impresa, sembra che il MAC si ponga come un'iniziativa di indubbio interesse, soprattutto se si considera che esso è teso a ridurre la complessità che le imprese devono gestire a livello organizzativo e gestionale nella fase di avvicinamento e di permanenza presso il mercato.

⁵³ Si osservi, infatti, che attualmente gli Sponsor iscritti all'Albo ufficiale del MAC sono quasi esclusivamente rappresentati da grandi gruppi bancari con operatività nazionale e sovraregionale. Cfr. http://www.mercatoalternativocapitale.it/IT/Page/t01/view_html?idp=447, download del 02/04/08.

⁵⁴ Il contributo che potrebbe derivare al MAC in termini di nuove società quotate sarebbe senz'altro lusinghiero. Negli ultimi anni, infatti, i disinvestimenti condotti da intermediari impegnati in operazioni di *private equity* e *venture capital* hanno interessato mediamente più di 100 imprese ogni anno. Cfr. AIFI, *Analisi relative al mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, I semestre 2007*.

Appendice

L'indagine su dati economico-finanziari di un campione di circa 8.300 imprese italiane di piccole e medie dimensioni, operanti nell'attività manifatturiera e nella prestazione di servizi, ha messo in evidenza alcuni risultati di particolare interesse. L'analisi condotta su un arco temporale decennale (1996–2005) ha riguardato, in particolare, le imprese classificate medie o piccole secondo i parametri dimensionali previsti dalla Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003⁵⁵.

Il campione è stato ulteriormente elaborato selezionando solo le imprese con bilancio disponibile per un arco di dieci anni: la scelta del campione ha seguito, dunque, la tecnica del campione chiuso, privilegiando l'omogeneità e la confrontabilità dei dati nel tempo, anche se manchevole sotto il profilo della considerazione della dinamica delle PMI nel decennio.

Sui dati di bilancio delle imprese esaminate sono stati calcolati i principali indici finanziari ed economici secondo le metodologie oramai consolidate tra gli analisti finanziari (Tab. 4).

Tab. 4 – Indicatori economico-finanziari per il periodo 1996–2005 di un campione di PMI.

Indicatori	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Equilibrio finanziario										
MS(%)*	-5,3%	-6%	-9,3%	-10,4%	-12,4%	-14,5%	-15,3%	-16,9%	-17%	-16,2%
MS2(%)**	50,7%	48%	40,9%	37,8%	34,2%	32,5%	37,5%	36,3%	36%	37,6%
CCN/tot. Attivo	16,2%	15,2%	13,2%	12,2%	11%	10,4%	11,8%	11,6%	11,4%	11,9%
Fornitori/Debiti a b/t	43,8%	44%	42,1%	42,7%	41,3%	41,9%	43,8%	42,8%	43,8%	43,4%
Banche/Debiti a b/t	27,9%	28,3%	28,8%	27,7%	28,3%	26,8%	26,6%	27,8%	26,7%	26,9%
Debiti a breve/Tot. Attivo	51%	52%	53%	54%	55%	56%	55%	55%	55%	55%
Equilibrio monetario										
Quick ratio	0,92	0,90	0,87	0,87	0,84	0,83	0,86	0,84	0,85	0,85
Current ratio	1,33	1,30	1,26	1,23	1,20	1,19	1,22	1,21	1,21	1,22
Copertura OF										
MOL/OF	5,84	6,10	5,17	5,42	4,99	5,04	5,62	4,63	3,74	3,25
Ricavi/OF	67,04	66,47	54,26	53,68	48,62	48,43	53,03	44,99	38,00	32,07
Equilibrio reddituale										
ROS	4,7%	5%	4,9%	5,6%	5,8%	5,9%	6,3%	6,1%	5,7%	6,0%
ROE	6%	7,4%	5,9%	9%	8,7%	9,2%	11%	8,9%	7,9%	9,3%

⁵⁵ La Raccomandazione europea definisce piccole le imprese che hanno un fatturato compreso tra 2 e 10 milioni di euro e numero di dipendenti compreso tra 10 e 49; medie, invece, le imprese con fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro e numero di dipendenti compreso tra 50 e 249.

ROI	4,7%	5,2%	5,1%	5,9%	6,4%	6,4%	7%	6,9%	6,5%	7,2%
RONA	8,4%	9,4%	9,5%	11,2%	12%	12,5%	13,5%	13,3%	12,6%	13,9%
Costo dei debiti onerosi	5,7%	6,2%	7,7%	8,2%	9,2%	9,3%	8,3%	9,8%	12,1%	14,9%
Costo medio delle passività (onerose e non onerose)	2,2%	2,3%	2,8%	2,8%	3,2%	3,1%	2,9%	3,5%	4,2%	5,1%

* Rapporto percentuale tra Margine di struttura e totale immobilizzazioni nette

** Rapporto percentuale tra Margine di struttura secondario e totale immobilizzazioni nette

Ns. elaborazione su bilanci provenienti dal database AIDA della società Bureau VanDijk (www.bvdep.com)

Il quadro emerso sembra delineare uno scenario di sicuro interesse e per molti versi differente da quello che usualmente viene tratteggiato per le PMI⁵⁶. Dal 1996 al 2005 un costante miglioramento di tutti i principali indicatori sottolinea, in realtà, una situazione di equilibrio certamente non precaria. Gli indici di struttura finanziaria evidenziano una crescente capacità delle imprese di copertura delle immobilizzazioni con mezzi propri (MS) e con mezzi di terzi a m/l termine (MS2). Le passività di breve termine godono di un margine di garanzia maggiore del 10% delle attività totali (CCN/Tot. Attivo). La composizione del passivo, infine, seppur lasci intravedere una consistente esposizione sul breve termine, indica una prevalenza tra i debiti correnti di quelli commerciali, legati all'attività tipica d'impresa e destinati ad essere onorati nell'ambito dello svolgimento dei cicli produttivi aziendali. Peraltro, se si considera che in tali imprese il peso delle immobilizzazioni immateriali, per loro natura dal valore certamente più volatile rispetto a quelle materiali, è assolutamente ridotto, sfiorando qualche punto percentuale sul totale attivo, è evidente come esista certamente coerenza nelle scelte complessive di struttura finanziaria.

Da un punto di vista monetario si delinea una situazione se non ottimale sicuramente sufficiente ad assicurare la solvibilità dell'impresa. A tale evidenza si affianca, d'altra parte, il dato sulla capacità di copertura degli oneri finanziari, indicatore primario per la formulazione di un valido giudizio di *rating*, che sottolinea la crescente capacità delle imprese, ora calcolata con riferimento al MOL ora al fatturato, di remunerare i fondi a prestito.

Dal punto di vista reddituale preme rilevare, in particolare, il dato relativo allo sfruttamento della leva finanziaria. In primo luogo, emerge la contrazione, nel tempo, del costo delle risorse a prestito, risultato imputabile

⁵⁶ I risultati ottenuti dal campione esaminato sono in linea, seppur con proporzioni diverse e per l'arco temporale 1996-2003, con quelli ottenuti elaborando i dati relativi alle sole medie imprese manifatturiere italiane presenti nella ricerca MEDIOBANCA-UNIONCAMERE *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, cit.

anche all'aumentata stabilità strutturale di tali organizzazioni. In secondo luogo, il confronto tra il ROI e il costo medio delle passività sottolinea il positivo sfruttamento della leva finanziaria. Sia che l'effetto venga calcolato come differenza tra ROI e costo medio delle passività (onerose e non onerose) investite, sia che venga definito dalla differenza tra il RONA (*Return On Net Assets*)⁵⁷ e il costo medio dei debiti onerosi, il differenziale positivo tra il tasso di rendimento e l'indicatore di costo permane, evidenziando, dunque, una capacità positiva di sfruttamento dell'effetto leva⁵⁸.

*D'Amato Antonio
Dipartimento di Studi e Ricerche Aziendali
Università degli Studi di Salerno.
mail: andamato@unisa.it*

*Cacia Claudia
Dipartimento di Studi e Ricerche Aziendali
Università degli Studi di Salerno
mail: ccacia@unisa.it*

⁵⁷ Il RONA è calcolato rapportando il reddito operativo al capitale investito netto nell'attività operativa al netto delle passività non onerose, tipicamente i debiti commerciali e i fondi per il personale.

⁵⁸ Sul calcolo dell'effetto leva finanziaria secondo le due espressioni si veda tra gli altri BUBBIO A., *Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari*, ISEDI, Torino, 2000, pag. 41–42 ed anche BRUNETTI G.– CODA V.– FAVOTTO F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, EtasLibri, Milano, 1990, pag. 64–68.

Bibliografia

- AIFI, *Analisi relative al mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*, I semestre 2007. www.aifi.it/IT/PDF/Statistiche/AnalisiMercatoItalianoSem07.pdf
- AIM, *The most successful growth market in the world*, www.londonstockexchange.com, gennaio 2006
- ALLEN F., "Stock markets and resource allocation", in MAYER C.– VIVER X. (a cura di), *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993
- AMIHUD Y.– MENDELSON H., "Liquidity and Stock Returns", in *Financial Analysts Journal*, n. 42, 1986
- BONOMI A.– RULLANI E., *Il capitalismo personale. Una vita per il lavoro*, Einaudi, Torino, 2005.
- BORSA ITALIANA, "Principali indicatori", febbraio 2008. www.borsaitaliana.it/documenti/statistiche/mediaitaliano/statistiche/principaliindicatori/2008/principaliindicatori2008_.pdf. documento visualizzato il 3/04/2008
- BORSA ITALIANA, *Bit Stat. Statistiche dei mercati borsistici italiani*, Dicembre 2007, www.borsaitaliana.it/documenti/statistiche/mediaitaliano/bitstat/2007/bitstatdicembre2007_.pdf.htm. documento visualizzato il 3/04/2008
- BORSA ITALIANA, *Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, Novembre 2007
- BORSA ITALIANA, *Regolamento del Mercato Alternativo del Capitale*, novembre 2007. Download da http://www.borsaitaliana.it/quotazioni/mac/regmac23112007_.pdf.htm del 03/04/2008.
- BRUNETTI G.– CODA V.– FAVOTTO F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, EtasLibri, Milano, 1990
- BUBBIO A., *Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari*, ISEDI, Torino, 2000
- CESARINI F., "Il rapporto banca-impresa tra relationship lending e ricorso al mercato finanziario", in *Bancaria*, n. 12, 2003
- COMPAGNO C., "Il cambiamento e l'innovazione", in COSTA G.– NACAMULLI R.C.D., (a cura di), *Manuale di organizzazione aziendale*, Vol. 3, Utet, Torino, 1997
- CORIGLIANO R., "Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del relationship lending e sostegno dello sviluppo", in *Banca Impresa Società*, n. 1, 2007
- FORESTIERI G., "Le condizioni per un mercato del capitale di rischio delle PMI", in *Bancaria*, n. 7/8, 1993
- FRANZOSI A.– PELLIZZONI E., *La quotazione in borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, Borsa Italiana, Bit Notes n. 7, 2003
- FRIEDMAN M., "La metodologia dell'economia positiva", in BREIT W.– HOCHMAN H.M., (a cura di), *Problemi di microeconomia*, Vol. I, Etas, Milano, 1970
- FUMAGALLI M. – LAZZARI V., "Gli intermediari finanziari e la quotazione delle imprese", in Forestieri G., *Corporate e Investment banking*, Egea, Milano, 2005
- GERVASONI A., (a cura di), *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano, 2002, pag. 357 e segg.
- ISTAT, *I gruppi di imprese in Italia Anno 2003*, download da www.istat.it/salastampa/comunicati/non_calendario/20060303_00/, del 01/10/2007
- LANGLOIS R.N., "Personal Capitalism as Charismatic Authority: The Organizational Economics of a Weberian concept", in *Industrial and Corporate Change*, vol. 7, issue 1, 1998
- MARZANO A., "La dimensione delle imprese italiane nello scenario della globalizzazione", in *Economia italiana*, n. 3, 2002
- MEDIOBANCA–UNIONCAMERE *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*, documento disponibile all'indirizzo www.mbres.it/ita/download/mi.pdf. Documento visualizzato il 30/09/2007.
- MEDIOBANCA, "Dati di 1200 fondi e SICAV italiani (1984-2006)", 2007
- METALLO G.– PENCARELLI T., *I circuiti finanziari tra localismi e globalizzazione. Verso un'integrazione*, Giuffrè Editore, Milano, 1995

MYERS S.C.– MAJLUF N.S., “Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have”, in *Journal of financial economics*, vol. 13, 1984

ONIDA F., “Crescita, competitività e dimensioni d’impresa nella proiezione internazionale del sistema produttivo dell’Italia”, in *Economia italiana*, n. 3, 2002

PARRINI L., *Il mercato Expandi. La quotazione in borsa per le PMI*, IPSOA, Milano, 2006

PERRINI, F., *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI*, Egea, Milano, 2000

REID B.– MILLAR K., “Mutual Funds and portfolio turnover”, Research Commentary, Investment Company Institute, November 2004

RUOZI R. – FERRARI P., *L’ora dei capitali. Nuove opportunità finanziarie per le medie imprese italiane*, Egea, Milano, 2007

SCHILLACI C.E.– FARACI R., “Managerializzazione del governo d’impresa e ruolo degli investitori istituzionali nell’accelerazione dello sviluppo delle imprese familiari italiane” in *Sinergie*, n. 55, 2001.

Riassunto

La quotazione in borsa delle PMI è un tema di indubbia rilevanza, ma anche notevolmente complesso, considerati gli scarsi risultati registrati dalle diverse iniziative di mercato che in epoche diverse si sono succedute. Il lavoro di ricerca si è basato sul concetto di capitalismo personale, proposto dal Professor Rullani, che, oltre a spiegare le caratteristiche delle piccole e medie imprese, sembra particolarmente adatto a fornire un'interpretazione convincente anche del management finanziario delle PMI. Il ruolo centrale, nell'evoluzione delle imprese di minore dimensione, di una fitta rete di relazioni di tipo personale, infatti, ha permesso alle stesse di creare circuiti finanziari diversi ed alternativi ai mercati borsistici. Laddove si consideri anche una contenuta propensione dei risparmiatori italiani all'investimento diretto in borsa si evidenziano tutti i limiti delle tradizionali configurazioni di mercato nel sollecitare la quotazione delle PMI. Di conseguenza, sembra necessario che la progettazione di un mercato borsistico dedicato alle PMI faccia leva, per il suo successo, sui caratteri tipici del contesto imprenditoriale e socio-economico di riferimento, anziché sull'estensione di modelli provenienti da realtà diverse.

Il lavoro, dopo aver analizzato alcuni elementi specifici della crescita e dello sviluppo delle PMI ed anche alcuni luoghi comuni circa i problemi finanziari di tali organizzazioni, ha l'obiettivo di analizzare taluni aspetti inerenti il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), di recente istituito da Borsa Italiana e specificamente dedicato alla quotazione delle PMI. La ricerca, inoltre, propone un confronto del MAC con il mercato Expandi della borsa italiana e con l'Alternative Investment Market (AIM) del London Stock Exchange al fine di verificarne il suo potenziale successo.

Abstract

Undoubtedly, the listing of SMEs is a relevant subject, but it is very complex too, considering that in different ages some stock market initiatives have had poor results. The research focuses on *personal capitalism* concept, proposed by Professor Rullani; it explains SMEs characteristics and it seems that it is particularly adequate to provide a convincing interpretation of SMEs financial management too. In small businesses evolution, in fact, the central role of a personal relations network allows SMEs to create different financial networks, even alternative to stock exchange. If we consider also the limited preference of Italian savers for stock exchange investments, it is possible to point out the difficulties of traditional stock markets to urge SMEs listing. As consequence, it's necessary that the design of a successful market for SMEs points out on typical characters of Italian entrepreneurial and socioeconomic context, rather than importing foreign models.

After the analysis of some specific elements about SMEs development and growth and some stereotypes about financial problems of these organizations, the work has the aim of analysing some features of 'Mercato Alternativo del Capitale' (MAC), a stock market created few months ago by Borsa Italiana S.p.A. and dedicated to SMEs listing. The research provides also a comparison among MAC, Expandi Market (Italian Stock Exchange) and Alternative Investment Market (London Stock Exchange), so as to verify the chances of MAC's success.

Jel Classification: G 24, G 32, M 10.

Parole chiave (Key words): SMEs listing, Personal capitalism, Capital structure, Mercato Alternativo del Capitale.