



LE PMI ITALIANE HANNO CAMBIATO PELLE?

DI BENEDETTO LONATO E ANDREA MESSUTI, PARTNER DI LCA STUDIO LEGALE

Sono sempre più numerose le aziende che si aprono al mercato dei capitali. Merito anche di strumenti innovativi come i Pir e le Spac

È sotto gli occhi di tutti come il rapporto fra il mercato dei capitali e l'imprenditoria italiana stia vivendo in questi anni una nuova stagione, più che positiva rispetto a quanto registrato in passato.

L'avvio di questo "idillio" è ancora più evidente nel settore delle Pmi che, per la prima volta, si sono affacciate ai mercati in modo più strutturato, con particolare riferimento ad Aim Italia, mercato "non regolamentato" gestito da Borsa Italiana, appartenente al London Stock Exchange Group.

La particolarità di Aim Italia è la spiccata semplificazione delle sue regole rispetto a mercati regolamentati come Mta. Ad esempio, per l'accesso all'Aim Italia non è prevista l'istruttoria Resosob, l'obbligo di pubblicazione dei resoconti trimestrali, come non è richiesta, almeno formalmente, una particolare anzianità del progetto imprenditoriale e/o una capitalizzazione minima.

Nonostante fosse un prodotto ideato appositamente per le Pmi, che in Italia certo non mancano, nei suoi primi anni di vita Aim Italia ha stentato a crescere, sia in merito al mercato primario che al secondario, per una serie di motivazioni non tutte riconducibili alla qualità o meno del prodotto, ma anche alle caratteristiche del sistema imprenditoriale italiano. Basti pensare che a fine 2016 le società quotate su Aim Italia erano solo 77, contro le migliaia di aziende su Aim London. Anche gli scambi erano particolarmente limitati, con titoli decisamente "sottili".

Una certa accelerazione, in parte già in atto ma con un potenziale ancora inespresso, si è registrata dall'inizio del 2017, specie in relazione agli scambi sul secondario e alla

capitalizzazione del mercato.

Un forte contributo a questa accelerazione è venuto dall'inaugurazione della normativa sui Pir (Piani individuali di Risparmio) che, istituiti dalla legge di Bilancio 2017, costituiscono una nuova forma di risparmio fiscalmente agevolato. Uno degli scopi principali di questa normativa è proprio quello di favorire lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali. In questi loro primi 18 mesi di vita i Pir non hanno deluso le attese e molti risparmiatori hanno scelto questa opzione. Del resto questa nuova

"In questi primi 18 mesi di vita i Pir non hanno deluso le attese e molti risparmiatori hanno scelto questa opzione"

modalità d'investimento beneficia di un importante incentivo fiscale consistente in un'esenzione dalle imposte sui redditi derivanti dagli strumenti finanziari e dalla liquidità che concorrono a formare il Pir e dall'imposta di successione relativa agli strumenti finanziari che compongono il piano in caso di trasferimento a causa di morte. L'impatto sui mercati dei capitali nostrani è dovuto ai vincoli imposti dai Pir al fine di avere accesso a tali benefici. Infatti, tra le altre condizioni, affinché sia

possibile ottenere l'esenzione fiscale, la legge impone determinate limitazioni, con specifico riferimento all'estensione temporale dell'investimento (cinque anni) e ai vincoli dello stesso. Almeno il 70% dei fondi deve essere investito in strumenti finanziari emessi da società italiane ed estere con stabile organizzazione in Italia. Del suddetto 70%, almeno il 30% deve essere investito in strumenti finanziari emessi da società italiane diverse da quelle incluse nel Ftse Mib o altri indici equivalenti. Cioè, in particolare, piccole e medie imprese.

Tale strumento ha permesso quasi immediatamente di aumentare il flusso di società che hanno intrapreso il processo di quotazione e, dall'altra parte, ha incrementato la liquidità sul mercato per le aziende già quotate.

Sulla base del trend registrato nel 2017, secondo gli operatori era lecito attendersi una sorta di boom di matricole Pmi e small cap per il 2018 su Aim Italia e anche Mta. Giunti alla fine di luglio possiamo dire che in realtà il numero di quelle che sono riuscite a completare il processo di quotazione nel corso del primo semestre è inferiore alle attese. Riteniamo però che questo non sia dovuto ad un cambio nel trend ma ad un rallentamento causato da due fattori fondamentali.

Il primo fattore che ha inciso è certamente l'andamento dei listini azionari. Tutti gli operatori concordano che la tendenza del mercato in questo momento non è particolarmente positiva con riferimento agli investimenti nel mercato primario non solo italiano, ma anche europeo. Molte delle Ipo importanti che ci si attendeva a livello europeo non si sono chiuse negli ultimi mesi.

Il secondo fattore è determinato dall'execution dei processi di Ipo delle

Pmi italiane. Secondo gli operatori, molti processi si sono dimostrati più lunghi e complessi di quanto previsto e hanno impegnato fortemente gli imprenditori, le banche ed i consulenti coinvolti. Portare sul mercato una Pmi, anche se meritevole, spesso vuol dire anche impostare un cambio di cultura aziendale ed imprenditoriale, oltre che un'importata fase di riorganizzazione societaria precedente all'avvio del processo di quotazione.

Quale ulteriore incentivo alla quotazione delle Pmi, la Legge di Bilancio 2018 ha introdotto un credito d'imposta per le piccole e medie imprese che dal 1° gennaio 2018 iniziano una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato, o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro Ue o dello Spazio economico europeo. Questo è stato un incentivo importantissimo in molti casi. L'incentivo è riconosciuto solo nel caso di perfezionamento della procedura di ammissione alla quotazione. L'agevolazione è pari al 50% dei costi di consulenza sostenuti sino al 31 dicembre 2020 in relazione al processo di quotazione e in ogni caso fino a un importo massimo di 500mila euro. Tale incentivo unito alla considerazione che i costi per la quotazione su Aim Italia sono ormai molto contenuti rispetto al passato o rispetto a processi di quotazione su mercati regolamentati, ha aiutato molti imprenditori nel loro processo decisionale.

Va in conclusione fatto necessariamente anche un riferimento alle cosiddette Spac (*Special purpose acquisition company*) che ormai fanno parte del panorama finanziario italiano. Si tratta di società di investimento di cui si fanno promotori figure finanziarie, professionali e/o imprenditoriali note e credibili per il mercato. La Spac raccoglie attraverso un collocamento privato i denari necessari per fare, nella maggior parte dei casi, un singolo investimento da completarsi sulla base di una politica di investimento predefinita. Una volta concluso il collocamento, la Spac completa il processo di quotazione delle proprie azioni sul mercato. A questo punto avvia la sua fase di *scouting* che normalmente deve giungere a compimento entro un periodo di 24 mesi. L'obiettivo è la *business combination*



Benedetto Lonato e Andrea Messuti, partner di LCA Studio Legale

“Le Spac hanno realizzato raccolte molto importanti sui mercati dei capitali. Complessivamente si parla di alcuni miliardi di euro”

ossia l'individuazione di un'azienda target non quotata con cui in genere fondersi. Significa, in definitiva, quotare un progetto industriale e dotarlo dei capitali necessari al suo sviluppo, con benefici sia per i vecchi che i nuovi azionisti.

Sono ormai diverse decine le Spac attive sul nostro mercato e nella quasi totalità dei casi sono quotate su Aim Italia, oppure sui segmenti Miv e Mta. Hanno permesso raccolte molto importanti sui mercati dei

capitali, complessivamente si parla di miliardi di euro, con alcune delle stesse che hanno superato singolarmente il mezzo miliardo.

Negli ultimi mesi, però, si è creata una certa “congestione” sulla fascia delle Spac che è stata preferita dal mercato negli scorsi anni, ossia quelle “generaliste”, caratterizzate da una politica di investimento non riferibile ad uno specifico settore industriale, e con un taglio di raccolta tra 100 e i 200 milioni di euro. La problematica maggiore per queste Spac, in questa fase, è l'individuazione di aziende target adeguate, visto anche il numero limitato di progetti industriali di sufficiente ampiezza in Italia.

Il mondo Spac si sta quindi riorganizzando, variando sul taglio dell'investimento e studiando progetti riferibili a specifici settori. Inoltre molti nuovi progetti puntano ad ottenere la “maggioranza”, post *business combination*, e non la “minoranza”, come accaduto sino ad ora. Insomma in questo senso si passa da acceleratori di Ipo a veri e propri progetti imprenditoriali.