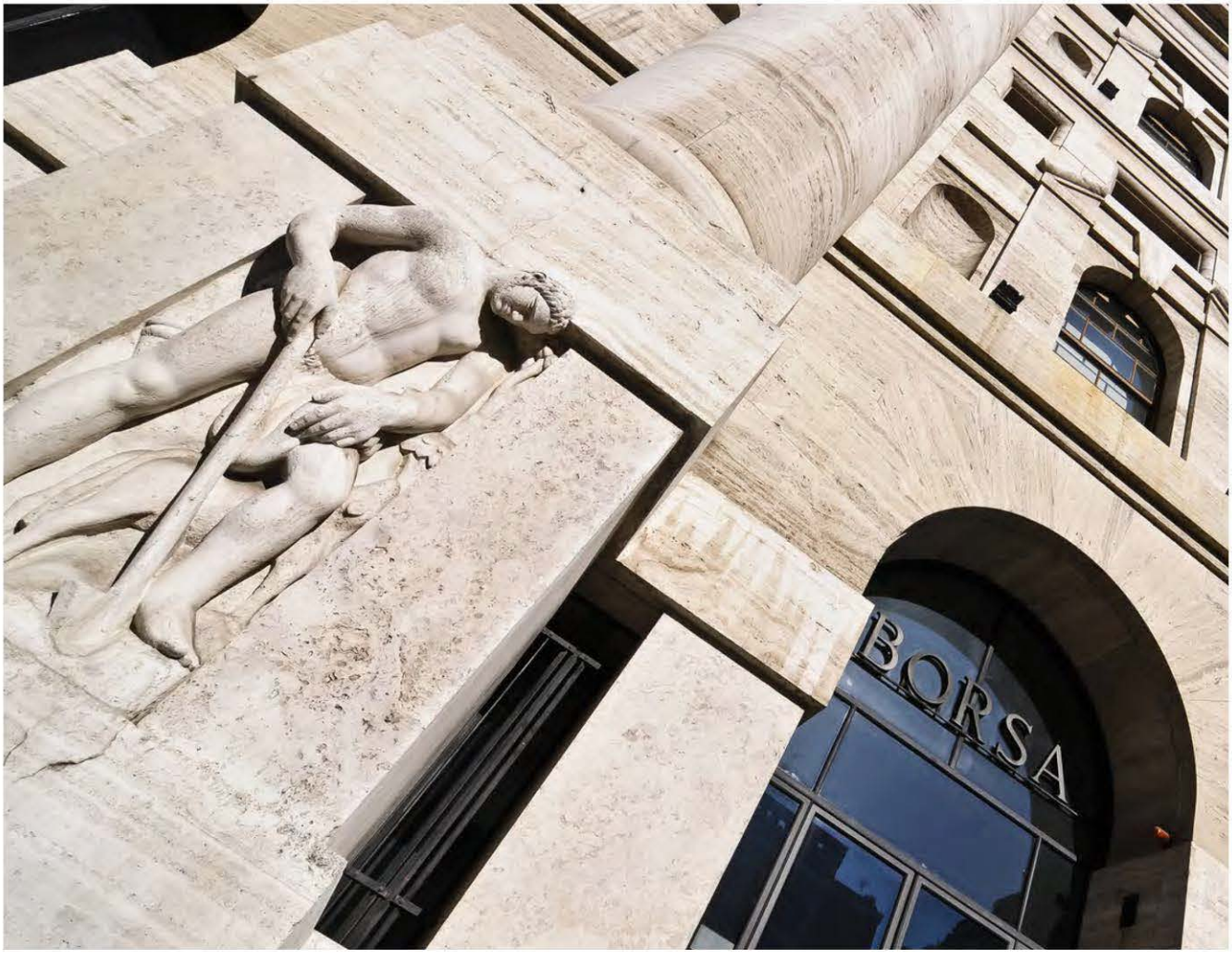
IL SALTO (impossibile?) DALL'AIM ALLO STAR

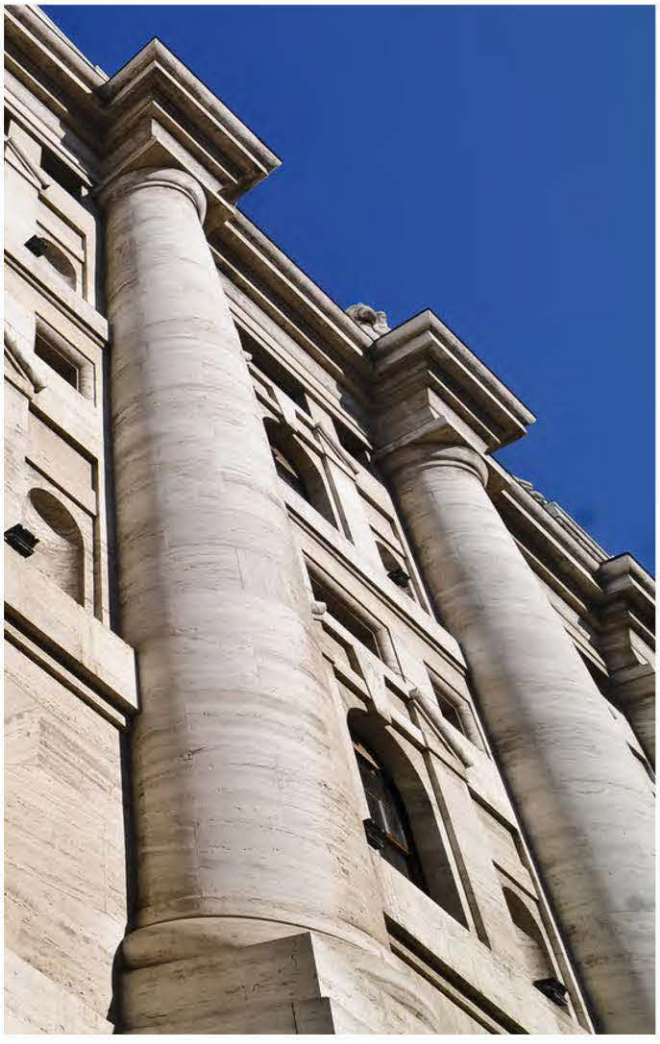
In quattro anni solo due società quotate a Piazza Affari sono riuscite nell'impresa. Una difficoltà legata ai requisiti stringenti e alla carenza di investitori che sostengano le Pmi

di laura morelli



MAILANDER
Progetti di Comunicazione

Lo scorso 30 agosto, Tecnoinvestimenti, società attiva nei servizi di sicurezza digitale, di informazione e gestione del credito, ha iniziato le negoziazioni sul segmento Star di Borsa Italiana, dopo due anni passati sul mercato Aim dedicato alle piccole e medie imprese.
Un passaggio che, sulla carta, dovrebbe essere naturale per la maggior parte delle Pmi quotate. Il mercato Aim è stato infatti studiato come un primo approccio, piuttosto "soft", al mercato dei capitali, un ambiente in cui le medie imprese, spesso a gestione familiare, possono familiarizzare con i meccanismi della Borsa, conoscere i primi investitori e iniziare un percorso di crescita. Questo processo dovrebbe poi, auspicabilmente, portarle sul più grande e più regolamentato mercato Mta (e quindi sul segmento Star) che offre molte più opportunità in termini di risorse e di visibilità.



Di fatto, però, le cose non stanno così. Il passaggio di Tecnoinvestimenti ha fatto notizia proprio perché dalla nascita nel 2012 del segmento Aim, che al 30 giugno 2016 contava 76 aziende e un market cap totale di 2,6 miliardi di euro, solo due società hanno chiesto il trasferimento nel mercato dei "grandi". Prima di Tecnoinvestimenti c'era stata Se.Sa, società operante nell'information technology, approdata all'Aim nel febbraio 2013 attraverso la fusione con la prima Spac di diritto italiano Made in Italy 1e poi passata in ottobre sull'Mta. Il trasferimento allo Star è avvenuto successivamente, nel 2015.

BARRIERE ALL'INGRESSO

Oggi il vento sta cambiando, e già tre società (Piteco, Giglio Group ed Enertronica) hanno manifestato l'intenzione di passare all'Mta. Tuttavia, gli esempi Tecnoinvestimenti e Se.Sa indicano chiaramente come in realtà per le aziende che popolano il mercato Aim il passaggio allo Star sia più una chimera che una fase della propria vita sul listino. Dietro a questa difficoltà ci sono una serie di motivi legati alla natura stessa del segmento Star, alle caratteristiche delle aziende di piccola o media capitalizzazione che si quotano sull'Aim e in parte alla reale possibilità di crescita che questo mercato offre alle proprie "inquiline".

«Passare allo Star significa confrontarsi con un mercato più strutturato rispetto all'Aim - riassume Anton Carlo Frau, equity partner dello studio Gatti Pavesi Bianchi e advisor di Tecnoinvestimenti - e pertanto sono richiesti maggiori attenzione e impegno verso una serie di temi che vanno dalla compliance alla governance, aspetti con i quali, spesso, le Pmi italiane non sono abituate a confrontarsi».
Qui sta il collo di bottiglia. Per

Anton Carlo Frau

passare allo Star - che è acronimo di "Segmento titoli con alti requisiti" - le aziende devono, nomen omen, rispondere a dei requisiti che sono più stringenti rispetto a quelli richiesti all'Aim, tali da rappresentare di per sé un filtro all'ingresso. Soprattutto perché, dall'altro lato, l'Aim è ancora in una fase di sviluppo e pertanto non riesce ancora a svolgere pienamente la sua funzione di trampolino di lancio, soprattutto per via della dimensione ridotta delle aziende - società piccole attirano piccoli investimenti da pochi investitori - e della poca liquidità

MAILANDER
Progetti di Comunicazione

in circolazione. E senza capitali, le aziende non crescono.
In questo contesto, spiega l'avvocato Frau, «un primo requisito per il passaggio allo Star consiste nel raggiungimento di un più elevato livello di capitalizzazione che per una "stella" parte da un minimo di 40 milioni di euro al miliardo, contro l'assenza di una capitalizzazione minima richiesta all'Aim». Una vera sfida perché «per una media impresa che capitalizza 10 milioni - spiega Frau - arrivare a quei livelli richiede molto tempo e molto sforzo: o si fa un aumento di capitale o si aumenta il valore delle azioni. In sostanza si cresce». In secondo luogo c'è il tema del flottante che se per l'Aim è fissato al 10%, spiega l'avvocato, «mentre all'Mta parte da un minimo di 25% fino al 35% per il segmento Star. Un requisito non da poco per molte delle società all'Aim che, seppur quotate, restano comunque aziende a gestione familiare con un serio tema di cessione del controllo e di ingresso di nuovi stakeholder».
Terzo, ma non ultimo, la governance. «Il segmento Star richiede, fra le altre cose, la presenza di amministratori indipendenti e di comitati interni

Franco Gaudenti

al consiglio di amministrazione che devono essere costituiti con attenzione», osserva Frau, «mentre all'Aim sono previsti minori requisiti in tema di corporate governance e dal punto di vista economico-finanziario. Con un flottante al 10%, per le aziende Aim il confronto con gli indipendenti è ridotto al minimo».
Dall'altro lato, «questi requisiti - aggiunge **Franco Gaudenti**, ceo di EnVent Capital Markets - rispecchiano le esigenze degli investitori che chiedono alle imprese quotate una crescita per linee esterne chiara e

rapida, un'adesione totale alle best practice aziendali di management e la realizzazione di un business plan chiaro». Tutte caratteristiche, evidenzia, «che nelle imprese più piccole non sono internalizzate» ma che invece sono «essenziali» per entrare nel radar degli investitori, anche quelli stranieri (si veda *MAG* numero 61, ndr), e quindi disporre di maggiori risorse».

IL CASO TECNOINVESTIMENTI

Considerate le premesse, Tecnoinvestimenti può rappresentare un esempio virtuoso di come l'Aim, se sfruttato correttamente, può essere un vero punto di partenza per le medie imprese.

Nel primo semestre di quest'anno i ricavi della società sono aumentati del 14% rispetto a giugno 2015 a 70,3 milioni mentre l'ebitda è aumentato del 20,3% a 13,2 milioni, con un'incidenza sui ricavi pari a quasi il 19%, guadagnando un punto percentuale sullo stesso semestre 2015. Una crescita che è stata fatta prevalentemente per linee esterne. Solo nel 2016 la società ha acquisito il 60% di Visura per 21,9 milioni, e il 70% di Co.Mark, società attiva nei servizi per l'internazionalizzazione delle Pmi, mentre nel 2015 il gruppo guidato dall'amministratore delegato **Pier Andrea Chevallard** si è aggiudicata il 95% di Datafin.

Ma a fare la differenza è stato l'aumento di capitale di 50 milioni, per finanziare le acquisizioni fatte e quelle future, avviato in concomitanza con l'annuncio del passaggio al segmento Star. Il che ha reso l'investimento «appetibile per gli investitori» attirati dalla prospettiva di una maggiore liquidità del titolo.

Con l'approdo al segmento Star, ha detto Chevallard, «si entra in una nuova prospettiva» che permette di «creare valore per gli azionisti»

MAILANDER
Progetti di Comunicazione

e con «un flottante di oltre il 40% del capitale si rende la società più contendibile, si permette di creare valore e si ha accesso a un mercato di capitali più dinamico».

INVESTITORI AD HOC

Se guardiamo però al di là delle problematiche legate ai requisiti, che d'altra parte sono necessari, uno dei problemi principali diventa l'assenza di un vero e proprio sistema Aim che sia in grado di far crescere le aziende in maniera sistematica e seriale. In modo che Tecnoinvestimenti e Se.Sa non restino solo casi virtuosi ma un modello imitabile.
«L'Aim è sicuramente troppo poco liquido - osserva Gaudenti - ma questa poca liquidità è determinata principalmente dalla carenza di investitori "pazienti e attivi", ovvero di fondi realizzati ad hoc che abbiano il compito di portare avanti investimenti a medio o lungo periodo, fino a tre anni ad esempio, e di accompagnare attivamente le aziende in un percorso di crescita fino a che non raggiungano i requisiti per il passaggio allo Star». Si tratta di soggetti che «nel Regno Unito, ad esempio, esistono e sono operativi da tempo», fra i quali «fondi chiusi, family office e investitori professionali, che investono con un'ottica di 3/5 anni e non sono interessati al fatto che il titolo scambi, ma agiscono come un fondo di private equity quotato: fanno crescere l'azienda rispettando allo stesso tempo i requisiti del mercato».

Senza l'appoggio di queste figure le aziende devono arrangiarsi con quello che offre il mercato Aim che è di per sé è poco liquido. «L'esperienza Aim è positiva, il numero di quotazioni negli ultimi anni ha superato quello dell'Mta e il progetto Elite sta avvicinando molte aziende al mercato dei capitali - aggiunge Gaudenti - il problema è che senza questo ultimo miglio, senza capitali che pazientemente e attivamente investono e fanno cresce queste aziende, resteremo sempre in un mercato troppo piccolo».

MAILANDER
Progetti di Comunicazione