



ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI MILANO

SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE



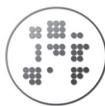
Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro.

Il ruolo del dottore commercialista in
questa fase di cambiamento.

nr. **17.** Carlo
Arlotta

Commissione
Finanza e Controllo di Gestione 2005/2007

i quaderni



SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE



Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro.

Il ruolo del dottore commercialista in
questa fase di cambiamento.

nr. **17** • Carlo
Arlotta

Commissione
Finanza e Controllo di Gestione 2005/2007

I Quaderni della Scuola di Alta Formazione

Comitato Istituzionale:

Diana Bracco, Marcello Fontanesi, Mario Forchetti, Giuseppe Grechi, Luigi Martino, Francesco Miceli, Lorenzo Ornaghi, Angelo Provasoli.

Comitato Scientifico:

Giuseppe Bernoni, Franco Dalla Sega, Rita Anna Di Gregorio, Felice Martinelli, Luigi Martino, Guido Marzorati, Renzo Nisi, Lorenzo Pozza, Patrizia Riva, Massimo Saita, Antonio Tangorra, Stefania Totaro.

Comitato Editoriale:

Claudio Badalotti, Aldo Camagni, Ciro D'Aries, Francesca Fieconi, Carlo Garbarino, Cesare Gerla, Luigi Martino, Francesco Novelli, Patrizia Riva, Gian Battista Stoppani, Alessandra Tami, Dario Velo, Cesare Zafarana.

Commissione Finanza e Controllo di Gestione 2005/2007:

Delegato del Consiglio: Stefano Poggi Longostrevi.

Presidente della Commissione: Francesco Lenoci.

Componenti: Agnese Alessandrini, Rossana Arioli, Carlo Arlotta, Alessandro Aymone, Carlotta Barbieri, Carlo Bellavite Pellegrini, Giorgio Benin, Filippo Bergamino, Francesca Berti, Franco Bertoletti, Federico Bertolini, Gregorio Bertolino, Alessandra Bestiani, Alessandro Bianchi, Giampaolo Bonilauri, Simone Bottero, Gianluigi Brambilla, Federico Broglia, Paolo Brunetti, Aldo Camagni, Marco Capolino, Salvatore Carbone, Antonio Carnevali, Claudio Pietro Antonio Castellano, Riccardo Coda, Elisabetta Coda Negozio, Gabriele Dal Negro, Annalisa De Palma, Roberta Dell'apa, Francesco Di Russo, Daniele Di Teodoro, Mario Fiocca, Guglielmo Fittante, Antonio Fossati, Maria Caterina Frustaci, Gianluca Gabellini, Alberto Gafforio, Roberto Gaslini, Corrado Giardina, Edoardo Ginevra, Andrea Giunta, Marco Fabio Gulisano, Patrizia La Rocca, Oreste Lanfranchi, Marco Lazzaro, Milena Livio, Angelo Mangipinto, Ilaria Mariani, Maria Marmolaro, Andrea Moiraghi, Francesco Novelli, Federica Perli, Carlo Alessandro Pesaro, Carlo Renato Pirota, Lorenzo Podini, Roberto Radicioni, Giorgio Razza, Angelo Riva, Patrizia Riva, Antonino Romeo, Carla Maria Ruggeri, Alberto Russo, Matteo Luigi Sartirana, Riccardo Sclavi, Tiziano Luigi Sesana, Massimo Simone, Andrea Sisti, Vincenzo Strigaro, Alessandra Elisabetta Tami, Giulio Tedeschi, Simona Maria Turci, Giorgio Venturini, Leonardo Vesely, Andrea Vestita, Alessia Carla Vinci, Giuseppe Vittorio, Luigi Alessandro Werner.

Direttore Responsabile:

Patrizia Riva

Segreteria:

Elena Cattaneo

corso Europa, 11 • 20122 Milano

tel: 02 77731121 • fax: 02 77731173

INDICE

1.	Premessa	5
2.	Il dottore commercialista e la quotazione delle piccole e medie imprese	11
3.	Gli aspetti preliminari al processo di quotazione	15
4.	Le scelte da compiere	19
5.	La scelta del segmento di mercato, le soluzioni di Borsa Italiana per le PMI: STAR e Expandi	21
6.	Il processo di quotazione di Borsa Italiana	25
6.1	L'avvio del processo, i soggetti coinvolti e i costi.....	25
6.2	Le principali attività ed i tempi di adeguamento alle richieste di Borsa Italiana	27
6.3	La comunicazione nella fase di post quotazione.....	31
7	Alcune riflessioni su mercati di quotazione nuovi ed alternativi per le aziende italiane: il Mercato Alternativo dei Capitali (MAC)	35
8	I futuri sviluppi: l'Alternative Investment Market (AIM)	39
9	Il risk management nel processo di quotazione	41
10	Conclusioni	43
11	Bibliografia	45

1. PREMESSA⁽¹⁾

Nel sistema economico e finanziario italiano la rilevanza del peso, ancora significativo, assunto dalle *aziende di piccola e media dimensione* (PMI intese come imprese con un fatturato superiore agli euro 10 milioni) giustifica una serie di iniziative (mercato Expandi e Mercato Alternativo dei Capitali - MAC) avviate nel corso degli ultimi anni da Borsa Italiana e da altri promotori di iniziative innovative per lo sviluppo del mercato dei capitali nel nostro paese.

Lo *scenario di riferimento* è certamente da considerarsi in forte evoluzione grazie anche agli importanti cambiamenti attesi a seguito del processo di integrazione di Borsa Italiana e del London Stock Exchange⁽²⁾; il presente lavoro, pur in presenza delle citate significative modifiche che le società mercato adotteranno, intende comunque evidenziare l'importanza del “dottore commercialista ed esperto contabile” quale anello di congiunzione tra l'analisi e l'interpretazione delle complesse regole utilizzate nei singoli mercati e l'adozione dei comportamenti più idonei da

⁽¹⁾ Il presente lavoro è frutto anche di considerazioni e commenti emersi durante il corso di formazione organizzato dalla Commissione Finanza e Controllo di Gestione nel febbraio 2007 sul tema “Il processo di quotazione in borsa”. Pertanto, ritengo doveroso ringraziare i colleghi della Commissione (Franco Bertoletti, Salvatore Carbone, Elisabetta Coda Negozio, Edoardo Ginevra, Francesco Lenoci e Giorgio Venturini), ed i relatori esterni (Barbara Lunghi e Marco Berizzi - Borsa Italiana SpA, Carlo Galli - Studio Maisto, Paolo Lesbo - Fastweb SpA, Lorenzo Salieri - 3i SGR SpA) per gli interessanti contributi e spunti di riflessione offerti durante il nostro incontro. Rimane ovviamente del sottoscritto la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento e le eventuali inesattezze o imprecisioni che dallo stesso dovessero emergere.

⁽²⁾ Il processo di integrazione è stato deliberato nel 2007 ed è attualmente in piena fase di realizzazione. Borsa Italiana ed il London Stock Exchange hanno completato il processo formale di fusione delle società il 1 Ottobre 2007 dando vita alla prima piazza finanziaria europea con una capitalizzazione di circa 6,6 miliardi di euro. Sono in corso attualmente le fasi operative di analisi e valutazione dei nuovi segmenti di mercato e prodotti da offrire (Fonte www.borsaitaliana.it).

suggerire alle imprese che a questi segmenti di mercato intendono rivolgersi per accedere alle opportunità offerte dal mercato del capitale di rischio.

La *crescita* del nostro Paese non potrà, infatti, prescindere dal progresso del sistema finanziario in generale e dal mercato dei capitali di rischio, in misura particolare, che considerino le particolarità delle aziende di piccola e media dimensione. Infatti, siamo anche noi convinti che un sistema finanziario evoluto favorisce *“una crescita robusta e sostenibile, limitando le barriere che si frappongono tra la raccolta e l’allocazione del risparmio, favorendo il processo di selezione delle eccellenze imprenditoriali e delle opportunità di investimento, offrendo nuove modalità di gestione dei rischi”*⁽³⁾.

Il *processo di quotazione* permette quindi ad alcune realtà di eccellenza di sostenere piani di investimento e politiche di sviluppo o innovazione (tecnica, geografica, di prodotto, di mercato) soprattutto interessanti per le imprese di piccola e media dimensione; siamo fortemente convinti che solo con l’aiuto congiunto dei professionisti, dei mercati e degli investitori istituzionali specializzati (fondi di Private Equity e Venture Capital, banche, intermediari nazionali ed esteri, finanziarie private e pubbliche, ecc.), potranno realizzarsi gli obiettivi ambiziosi di sviluppo e crescita, anche dimensionale, delle nostre imprese.

L’avvio del percorso di avvicinamento al mercato dei capitali comporta la definizione ed il perseguimento di precise *scelte strategiche, di governance, organizzative e gestionali* che sono particolarmente impegnative per le imprese in termini di risorse economiche, tecniche ed umane da individuare, coinvolgere e mantenere nel corso di tutte le fasi del processo di quotazione (da quelle *“initial”* alle fasi del *“post deal”*).

Con riferimento agli *investimenti* da attuare con le risorse finanziarie rivendenti dal processo di quotazione potrebbero delinearsi per le imprese scelte strategiche di strutturazione di processi più adeguati con riferimento ad esempio:

- a) alla definizione delle politiche di ingresso od espansione in nuovi mercati di sbocco o di approvvigionamento;
- b) allo sviluppo di assetti di governance in grado di rispondere in maniera efficace ed efficiente alle esigenze di buon governo e controllo aziendale delle scelte gestionali intraprese;

⁽³⁾ Si veda il Comunicato stampa di Borsa Italiana del 15 febbraio 2008, diffuso in occasione del bicentenario della nostra Borsa.

c) all'adeguamento dei processi di organizzazione aziendale verso le migliori prassi applicate dal mercato;

d) alla individuazione di soluzioni gestionali, operative e di controllo coerenti con politiche di assunzione dei rischi e di gestione dell'informativa societaria interna ed esterna.

In tutte queste attività di cambiamento strategico ed organizzativo il *coinvolgimento del professionista*, anche per il ruolo di soggetto depositario della fiducia dell'imprenditore, consente di partecipare al processo di quotazione sin dalle sue iniziali fasi di analisi della concreta fattibilità del progetto. La profonda esperienza su tematiche societarie, amministrative, contabili, finanziarie, fiscali e di organizzazione consentono al professionista di intervenire su tutti i più rilevanti temi trattati nell'ambito delle operazioni straordinarie di avvio e preparazione al percorso di quotazione di una impresa.

Ad esempio, gli interventi che potrebbero realizzarsi in queste fasi possono essere:

- L'assistenza per la comprensione dei temi e delle opportunità offerte dalla quotazione; questa fase comporta l'analisi del grado di apertura dell'imprenditore (ed a volte anche dei suoi consulenti) al capitale di rischio e quindi ad altri soci che chiederanno di rendicontare i comportamenti e le decisioni assunte;

- Il supporto in tema di ricambio generazionale, in particolare con riferimento alla definizione degli assetti societari, alle regole da adottare per la valutazione del patrimonio aziendale familiare, alla definizione di politiche volte alla tutela, valorizzazione, conservazione ed al trasferimento del patrimonio, ecc.

- La definizione ed implementazione di un'adeguata *governance* aziendale;

- Lo studio e la riorganizzazione societaria amministrativa, finanziaria e fiscale, anche attraverso lo sviluppo di studi ed analisi sul processo di centralizzazione delle decisioni strategiche ed operative all'interno di un gruppo;

- La consulenza per la strutturazione di attività di pianificazione strategica e finanziaria, di rendicontazione (non solo economico finanziaria, ma anche sociale ed ambientale), di controllo di gestione, al fine di produrre tempestivamente ed in maniera accurata informazioni da diffondere all'interno ed all'esterno dell'impresa (garantendo l'assunzione di decisioni consapevoli e coerenti con il profilo di rischio aziendale);

- La consulenza per la redazione di *business plan* che possano dimostrare la sostenibilità dei futuri piani di sviluppo aziendali;

- L'assistenza per l'adozione dei principi contabili internazionali, oggi in fase di studio anche per le PMI, ecc.

A favorire ulteriormente il coinvolgimento del professionista nel processo di quotazione sono i recenti interventi normativi e regolamentari che impongono anche alle PMI di riflettere nella loro operatività nuovi modelli organizzativi e di gestione; alcuni recenti esempi in proposito sono configurabili negli adeguamenti conseguenti all'applicazione di Basilea 2 (che modifica radicalmente il rapporto banca impresa), alla implementazione della normativa sul risparmio (si pensi ad esempio ai cambiamenti in atto per l'introduzione della figura del "Dirigente Preposto alle informazioni contabili ed amministrative", obbligatoria per le società quotate), ovvero all'adeguamento che le società quotate e quotate devono dichiarare rispetto al Codice di autodisciplina emesso da Borsa Italiana (su temi generalmente ben conosciuti dal Dottore commercialista come la *governance* aziendale, la *compliance*, il *risk management*, il sistema dei controlli interni, l'adozione di organismi e comitati di controllo, ecc.), nonché alla possibile definizione ed applicazione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del D.Lgs. 231/01 (fra l'altro obbligatori dal prossimo 1 luglio 2008 per le società appartenenti al segmento STAR di Borsa Italiana, sempre che tale segmento continui ad esistere nella definizione dei nuovi mercati in corso di ridefinizione da parte di Borsa Italiana).

Uno dei fattori che spesso frena il professionista nell'affrontare un percorso così complesso è, oltre alla scarsa conoscenza delle procedure e delle principali fasi operative da affrontare, generalmente il timore, molto spesso infondato, di perdere il rapporto privilegiato con l'imprenditore laddove non si ritenga invece di perdere addirittura la relazione professionale, in virtù dei contatti con nuovi e più specializzati professionisti. Al contrario questa prospettiva, se affrontata con serietà professionale e curiosità intellettuale, dovrebbe essere vissuta come una grande opportunità; infatti, da un lato, consente di servire i clienti sempre con un approccio proattivo (cioè rispettoso dei loro effettivi bisogni, ma capace anche di interpretarli in anticipo) e, dall'altro, di avviare proficuamente una relazione che può generare business aggiuntivo per il professionista (come vedremo nel prossimo paragrafo in maniera specifica) ed avviare e consolidare relazioni con altri professionisti portatori di specifiche competenze di grande interesse per il completamento delle expertise del dottore commercialista.

Con il presente lavoro si intende quindi illustrare sinteticamente il processo di quotazione al fine di consentire una lettura strutturata e

semplice del percorso ed anche per sensibilizzare ed incentivare i professionisti verso una logica di avvicinamento delle imprese eccellenti, anche di piccole e medie dimensioni, alla Borsa Italiana e più in generale ai mercati finanziari del capitale di rischio.

2. IL DOTTORE COMMERCIALISTA E LA QUOTAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

L'approccio della prassi operativa alle operazioni di quotazione sta mutando e con essa il contributo che alcuni soggetti, fra i quali i dottori commercialisti, possono fornire alle PMI nella fase di quotazione. Va sottolineato che i professionisti non sono gli unici soggetti a mutare il loro atteggiamento verso le PMI, tentando di adeguare l'offerta dei loro servizi professionali verso le citate categorie di imprese; infatti:

- già da diversi anni si registra un massiccio intervento delle grandi società di revisione o dei *network di professionisti/consulenti* per fornire servizi di supporto sui temi societari, di organizzazione aziendale, contabile e finanziaria, di implementazione delle nuove normative (normativa 262/2005, definizione dei modelli ai sensi del D.lgs 231/2001, ecc.), di interpretazione ed applicazione dei principi contabili internazionali;

- le stesse *banche* (italiane ed estere) che, oltre alle tradizionali divisioni di *investment e merchant banking*, hanno avvicinato gli imprenditori ed imparato a studiare soluzioni appropriate alle loro esigenze, mediante le unità di *private banking e wealth management*; infatti, sempre più spesso le banche sono interessate ad intervenire ad assistere gli imprenditori, anche con vere e proprie attività di *lending* finalizzate alla assistenza anche con capitale di debito, nella fase preliminare di avvio del progetto di quotazione, essenzialmente agendo attraverso leve di relazione che permettono di intercettare in grande anticipo le effettive esigenze dell'imprenditore su temi delicati come l'ottimizzazione fiscale dell'imprenditore, l'individuazione di soluzioni da analizzare nei processi di ricambio generazionale, lo studio dei prodotti più adeguati da utilizzare per la pianificazione della successione, l'analisi per la diversificazione dei rischi all'interno del patrimonio imprenditoriale, ecc.;

- i fondi di *Private Equity*, che fino a qualche anno fa erano interessati quasi esclusivamente alla partecipazione in *deal* medio/grandi e con posizioni quasi esclusivamente che li vedevano coinvolti con la partecipazione di maggioranza al capitale delle imprese; negli ultimi anni anche questi investitori istituzionali hanno cominciato a strutturare *team* e

fondi dedicati specificatamente alle operazioni di media/piccola dimensione, entrando nel capitale di rischio anche con posizioni di investimento ridotte o di minoranza⁽⁴⁾. E' evidente che questo nuovo atteggiamento di interesse da parte dei *Private Equity* verso le PMI significa un più elevato dispendio di risorse umane e finanziarie (a parità di risorse impiegate forse si otterranno anche *internal rate of return* - IRR o remunerazione dell'investimento - meno rilevanti in termini assoluti), anche se questo, a nostro avviso, contribuirà concretamente a sviluppare in modo strutturale nel medio/lungo periodo la crescita delle nostre imprese e dell'intero sistema industriale del nostro paese che, come abbiamo detto, si basa sulle PMI e sulla loro specificità;

- gli *esperti fiscali* stanno sempre di più dialogando con legali ed i colleghi che operano all'estero o al livello internazionale, al fine di definire strutture organizzative, societarie e fiscali ottimali da proporre agli imprenditori, in un'ottica però sempre più orientata alla massima correttezza dei comportamenti, consci che atteggiamenti virtuosi e trasparenti, anche da un punto di vista fiscale, siano effettivamente premianti per l'impresa ed i suoi interlocutori, soprattutto nel medio e lungo periodo;

- la stessa società mercato *Borsa Italiana* e la società istituita per la promozione del MAC, *Promac*, hanno cominciato a promuovere, direttamente, anche con una incisiva azione sul territorio di incontro con gli imprenditori, per la diffusione del messaggio relativo all'importanza dello sviluppo di mercati dei capitali funzionanti e liquidi, specificatamente dedicati al segmento delle PMI.

Con riferimento alla Borsa Italiana, va precisato che proprio il dottore commercialista rappresenta uno dei principali soggetti attraverso cui proporre le fasi di avvicinamento e sensibilizzazione alla quotazione; il presente lavoro, avendo preso spunto da incontri di formazione presso l'Ordine dei Commercialisti di Milano che hanno visto la partecipazione attiva di Borsa Italiana, ne rappresenta una evidente testimonianza.

⁽⁴⁾ I dati AIFI (l'associazione degli investitori istituzionali di Private Equity e Venture Capital italiana) riferiti al I semestre 2007 evidenziano che gli investimenti in PMI da parte di soggetti di Private Equity rappresentano in termini di numero di dipendenti e fatturato medio rispettivamente circa l'82% ed il 75% del totale degli investimenti effettuati. Inoltre, l'ammontare medio delle operazioni, escludendo i mega o i large deal (superiori a 150 milioni di euro), passano mediamente da 8,5 a 7 milioni di euro rispettivamente nel 2006 e nel primo semestre 2007. Fonte: dati annuali e semestrali pubblicati nel sito di AIFI: www.aifi.it.

Al fine di cogliere appieno le *opportunità offerte dalla quotazione* si riportano di seguito alcuni *statement* o domande ai quali i professionisti potrebbero rispondere, nel tentativo di comprendere l'esistenza di effettive esigenze che i potenziali clienti manifestano con riferimento alla necessità di crescita attraverso il capitale di rischio; la risposta affermativa alle domande potrebbe sollecitare un intervento per far emergere ed analizzare la potenziale necessità finanziaria ed il ricorso al mercato dei capitali, per rispondere in maniera efficace alle istanze strategiche, operative e finanziarie rappresentate; ad esempio:

- l'azienda ha grandi potenzialità di crescita in aree di *business* che sta sviluppando o in mercati attualmente non serviti?
- l'azienda, rilevando un *competitor* in difficoltà, ovvero integrandosi a monte o a valle, potrebbe accrescere notevolmente il suo *business*?
- effettuando nuovi investimenti (in tecnologie, impianti, ricerca e sviluppo, prodotti, ecc.) l'azienda può accrescere o consolidare la sua posizione sul mercato?
- l'azienda deve affrontare il tema del ricambio generazionale di uno o più soci che intendono liquidare la loro partecipazione?
- si desidera attrarre nuovo *management* in grado di guidare lo sviluppo locale ed internazionale dell'impresa o del gruppo?
- al fine di valorizzare il proprio *brand*, si ha bisogno di far conoscere al mercato il successo e valorizzare il proprio modello di *business*?
- l'azienda lavora in un mercato dove operano solo *competitor* quotati?

Molti dei *driver* che possono quindi indirizzare le scelte imprenditoriali verso la decisione della quotazione comportano che la comprensione del *business* del cliente debba essere profonda e che la conoscenza di molti aspetti di natura strategica abbiano permesso l'approfondimento di altrettanti aspetti dai risvolti operativi, come ad esempio quelli nell'ambito fiscale, societario, finanziario, organizzativo, amministrativo/contabile, di controllo di gestione, ecc.

Emerge, quindi, la necessità di *interventi multidisciplinari*, non solo in relazione alle diverse esigenze e motivazioni per la quotazione, ma anche in virtù della molteplicità di interlocutori e professionisti che nel processo possono intervenire (fiscalisti, legali, esperti contabili, revisori, ecc.).

Il dottore commercialista potrebbe essere quindi chiamato a ricoprire il ruolo di interlocutore privilegiato o di *advisor*, ovvero di soggetto al quale l'imprenditore potrebbe delegare il perfezionamento di un dialogo con i diversi professionisti e soggetti interessati, soprattutto con l'obiettivo di interpretare e portare a sintesi le istanze e le problematiche che potrebbero emergere dal confronto continuo tra le diverse professionalità in campo.

Inoltre, uno stesso attore potrebbe intervenire all'interno del processo in diverse fasi e con differenti ruoli e responsabilità; infatti, non è inusuale trovare all'interno del *team* di professionisti che partecipano al perfezionamento di un *deal* una pluralità di soggetti appartenenti spesso alla stessa categoria professionale (commercialisti e legali con ruoli che fanno emergere specifiche specializzazioni). A titolo di esempio, nel *campo tributario e fiscale*, uno o più professionisti potrebbero intervenire:

- *in una fase preliminare* alla quotazione, partecipando alla ristrutturazione dell'azienda, al fine di individuare la struttura societaria più efficiente ovvero definendo gli strumenti fiscalmente più efficaci ed efficienti per incentivare il *management*;
- *nella fase di preparazione della documentazione* ai fini della quotazione, partecipando alla redazione del documento fiscale da inserire nel Prospetto Informativo (documento fondamentale nel processo di quotazione) ovvero formalizzando la descrizione delle diverse aree di rischio di carattere fiscale o del regime tributario degli strumenti finanziari emessi;
- *nel post deal*, monitorando i rischi rilevati nel corso della redazione del Prospetto Informativo e rendicontando sull'evoluzione degli stessi nel tempo.

Alcune ulteriori recenti possibilità di intervento alle quali il dottore commercialista potrebbe adeguatamente rispondere sono, oltre al processo di aggiornamento al Codice di Autodisciplina che comporta la revisione del Sistema di Controllo Interno (soprattutto in relazione al ruolo di sindaco spesso ricoperto dal dottore commercialista), il processo di identificazione dei processi che alimentano e generano l'informativa di natura patrimoniale, economica e finanziaria, e la formalizzazione delle procedure amministrativo-contabili del Dirigente Preposto ai documenti contabili societari, al quale spetta la redazione dei documenti contabili e la garanzia della veridicità degli stessi⁽⁵⁾.

Questo nuovo approccio deve quindi essere coerentemente abbinato alla logica di *crescita della cultura strategica ed operativa* sia delle nostre imprese sia della qualità dei servizi professionali che i dottori commercialisti possono offrire nell'ambito dello sviluppo dei servizi di consulenza alle imprese.

⁽⁵⁾ Cfr. Legge 262 del 28 dicembre 2005, modificata dal D.Lgs. 303 del 29 dicembre 2006.

3. GLI ASPETTI PRELIMINARI AL PROCESSO DI QUOTAZIONE

La realizzazione del percorso di quotazione prende avvio generalmente attraverso una serie di momenti preliminari, in molti casi stimolati e promossi con l'aiuto del professionista, che riguardano la comprensione dei reali vantaggi dell'operazione e la presa d'atto consapevole delle attività, dei rischi e degli sforzi organizzativi ed operativi a cui bisognerà dare seguito, analizzando le soluzioni e gli effetti degli stessi in via preliminare.

L'*affermazione della volontà* di percorrere le diverse fasi preliminari del progetto passa spesso per una serie di incontri, analisi ed approfondimenti tra i soggetti appartenenti all'impresa (proprietà ed un nucleo ristrettissimo di *manager* - in particolare il CFO), ed i principali soggetti interessati alla comprensione della storia e dei progetti aziendali (ruolo generalmente ricoperto da banche d'affari o di investimento) da presentare successivamente ad un nucleo ristretto di valutazione che consenta di stimare il valore ed il potenziale *appeal* dell'offerta in Borsa dei titoli della PMI esaminata. Tali incontri possono essere agevolati con l'ausilio del professionista e si svolgono con un diverso lasso temporale (variabile generalmente da qualche mese a due anni).

Sin dalle prime fasi, anche in ragione dei significativi cambiamenti introdotti nel sistema di sviluppo territoriale promosso negli ultimi tempi da Borsa Italiana, crediamo valga la pena di illustrare a quest'ultima il *business e le prospettive di sviluppo e crescita* che si intendono realizzare con il progetto di quotazione. Il settore di attività, la tipologia di offerta, e le caratteristiche imprenditoriali potrebbero infatti consentire di individuare, insieme al professionista, il *partner bancario* più adatto alla valorizzazione del progetto imprenditoriale proposto.

In questa prima fase interlocutoria e conoscitiva, caratterizzata dall'approfondimento delle reali esigenze dell'impresa, dalla comprensione delle sue motivazioni alla quotazione e dall'*analisi dei gap organizzativi, societari, di governance ed operativi* da colmare prima dell'avvio del progetto, il professionista potrà rappresentare un supporto indispensabile per la ricerca di soluzioni organizzative ed economiche coerenti con gli

obiettivi che si intendono perseguire con la quotazione. Infatti, se le esigenze e le motivazioni sono state sinteticamente richiamate nel paragrafo precedente, sembra necessario sottolineare sin dalle prime fasi di analisi del progetto gli *obiettivi* che con la quotazione si intenderà perseguire⁽⁶⁾:

- *Finanziare la crescita, attraverso l'utilizzo del nuovo capitale di rischio per finanziare gli investimenti propulsori della crescita;*
- *Monetizzare l'investimento dell'imprenditore, consentendo agli azionisti che intendono cedere la propria partecipazione di esercitare la propria scelta di libertà vendendo o rendendo liquidabile (anche in periodi successivi alla quotazione), il proprio pacchetto azionario mediante la messa in vendita sul mercato;*
- *Accrescere la reputazione, la visibilità ed il prestigio dell'azienda anche a livello internazionale;*
- *Agevolare il passaggio generazionale, attraverso la realizzazione di riassetto dell'azionariato;*
- *Consentire future acquisizioni mediante un percorso di semplificazione che consenta di utilizzare i titoli della società quotata quale contropartita per l'acquisizione di azioni di società terze;*
- *Riequilibrare la struttura finanziaria dell'impresa, rimborsando parte dell'indebitamento verso banche e finanziatori;*
- *Attrarre manager di valore, anche mediante mirati piani di reclutamento di manager di talento da incentivare con appositi piani di stock option;*
- *Ottenere nuovi fondi con maggiore facilità (in caso la società faccia un limitato ricorso all'indebitamento), la maggiore solidità patrimoniale permette di accedere a nuove linee di credito più ampie e meno costose”.*

In particolare, con riferimento all'ultimo degli obiettivi citati, il processo di quotazione rappresenta un effettivo volano di crescita in quanto consente di riequilibrare, anche secondo i dettami di Basilea 2, la struttura finanziaria delle imprese, migliorando il rapporto di indebitamento ed in linea più generale il rapporto con l'intero sistema bancario.

Nella fase preliminare, una volta chiariti gli obiettivi della quotazione, occorre valutare i principali cambiamenti anche di natura organizzativa che l'azienda è chiamata a realizzare; la Tabella 1 sintetizza i principali cambiamenti a cui è necessario far corrispondere un'analisi delle attività,

⁽⁶⁾ Fonte documentazione presentata nel corso del corso di formazione presso l'Ordine dei Commercialisti di Milano da Borsa Italiana.

dei rischi, delle responsabilità e dei tempi di implementazione, ovviamente coerentemente con il piano di quotazione.

Gli interventi preliminari
Individuazione di una più adeguata <i>struttura societaria/ di gruppo</i> .
Definizione di <i>sistemi di governance</i> attraverso la definizione di adeguati modelli organizzativi, di gestione e controllo, l'introduzione di sistemi di controllo interno e di gestione e controllo dei rischi, compreso quello di <i>compliance</i> , ecc.
Definizione di un <i>sistema di controllo di gestione</i> che consenta di misurare il raggiungimento degli obiettivi aziendali perseguiti
Sviluppo di un adeguato <i>sistema di comunicazione</i> a supporto di tutta l'attività di pre e post IPO

Tabella 1 - Gli interventi preliminari

4. LE SCELTE DA COMPIERE

Un processo di quotazione di successo è determinato dalle caratteristiche dell'impresa quotanda e da alcune scelte compiute durante il processo di quotazione.

Nella tabella di seguito sono riepilogate alcune principali determinanti del successo di un processo di quotazione.

Le determinanti del successo di un processo di quotazione
Volontà dell'azienda di crescere e concrete prospettive di sviluppo
Eccellente performance industriale e capacità di creare valore sia storica che prospettica
Effettive esigenze di finanziamento
Standing, visibilità e immagine dell'azienda
Qualità del management aziendale
Qualità dei sistemi aziendali
Disponibilità a comunicare in modo trasparente ed efficace
Chiarezza nel rapporto proprietà/impresa
Entità del flottante
Timing dell'operazione con riguardo all'andamento del mercato industriale di riferimento e del mercato di Borsa

Tabella 2 - Le determinanti del successo di un processo di quotazione

Prima di intraprendere la strada della quotazione, la proprietà si troverà a compiere delle *scelte fondamentali* inerenti i seguenti aspetti:

- *aumento di capitale* o *vendita di azioni esistenti*;
- *struttura dell'offerta* scegliendo tra offerta pubblica o collocamento istituzionale;
- scelta del *segmento di mercato*.

L'opzione dell'*aumento di capitale* permette di ottenere i fondi necessari alla realizzazione del piano di sviluppo societario, mentre la *vendita di azioni esistenti* consente il disinvestimento di alcuni azionisti ed evita l'accumulo di *surplus* di capitale. È possibile ricorrere a soluzioni miste, di solito

apprezzate dal mercato perché consentono di combinare i vantaggi delle due alternative.

Relativamente alla struttura dell'offerta, ricorrendo al *collocamento istituzionale*, si crea una base stabile di investitori, con un'ottica di medio lungo periodo e capaci di sostenere i piani di investimento della società. L'*offerta pubblica* garantisce un'ampia diffusione del titolo e crea una liquidità immediata dello strumento finanziario, ma espone maggiormente ad eventuali comportamenti speculativi degli investitori *retail*.

Le forme tecniche che è possibile individuare per il collocamento sono:

- l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV - in cui vengono offerti in vendita dagli azionisti titoli già esistenti);
- l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS - in cui vengono offerti titoli emessi appositamente, attraverso un aumento di capitale, per la realizzazione dell'operazione, sui quali gli azionisti esistenti hanno rinunciato all'esercizio del diritto di opzione)
- l'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS - che combina le due tecniche descritte in precedenza).

5. LA SCELTA DEL SEGMENTO DI MERCATO, LE SOLUZIONI DI BORSA ITALIANA PER LE PMI: STAR E EXPANDI

I segmenti di mercato sono attualmente in fase di ridefinizione da parte di Borsa Italiana; pertanto, la scelta del segmento di mercato è stata illustrata nel presente lavoro con la consapevolezza che in fase di pubblicazione del testo ovvero anche nei mesi successivi le soluzioni organizzative sui segmenti di mercato potrebbero essere oggetto di profonda ristrutturazione ed integrazione con altre esperienze internazionali⁽⁷⁾.

Le esigenze delle medie imprese possono differire in maniera significativa da quelle delle piccole imprese anche in materia di quotazione. E' per questo motivo che Borsa Italiana ha creato due mercati/segmenti con caratteristiche diverse recependo le istanze provenienti dalle società, degli intermediari responsabili della quotazione e dagli investitori nelle c.d. "mid&small caps".

Il segmento *Star* è il miglior ambiente per tutte quelle società di medie dimensioni, già strutturate che vogliono massimizzare i benefici della quotazione investendo, al fine di reperire capitali ed attirare un numero elevato di investitori, in maniera rilevante in trasparenza e qualità del governo societario. Le aziende di medie dimensioni sono normalmente caratterizzate dall'internazionalizzazione dei mercati e/o delle produzioni, da strutture organizzative complesse, da un diffuso livello di managerializzazione e dall'adozione di strumenti di gestione d'azienda sofisticati; per questo tipo di aziende Borsa Italiana ha creato lo *Star*, quale segmento di mercato dove massimizzare i benefici della quotazione e della permanenza in Borsa controbilanciato da un investimento importante in

⁽⁷⁾ Si vedano i numerosi interventi dei rappresentanti di Borsa Italiana apparsi sulla stampa nel corso del mese di gennaio-marzo 2008, con particolare riferimento alla definizione di nuovi segmenti di mercato nell'ambito di quelli interessanti per le PMI che integrino le esperienze di STAR, Expandi e l'AIM (Alternative Investments Market) della Borsa di Londra.

termini di trasparenza, *governance* e liquidità. L'obiettivo del segmento Star è quello di mantenere le società quotate su questo segmento a livello di *best practice* europea per attirare investimenti rilevanti che contribuiscano alla massima valorizzazione del capitale d'azienda. Il segmento Star rappresenta il comparto di media capitalizzazione più liquido in Europa con volumi superiori a quelli dedicati alle medie imprese di altri mercati europei (borsa francese e tedesca).

Per quotarsi al segmento Star la società non deve essere in una situazione di posizionamento competitivo critico, non deve evidenziare fattori di incoerenza nel piano industriale, deve essere in equilibrio economico finanziario, deve essere autonoma da un punto di vista gestionale e non deve avere una configurazione societaria complessa (ad esempio attraverso le tipiche scatole cinesi). I principali requisiti sono:

- a) avere una capitalizzazione compresa tra 40 e 1.000 milioni di euro;
- b) collocare sul mercato almeno il 35% del capitale;
- c) presentare un *business plan* ed una descrizione del funzionamento del sistema di controllo di gestione;
- d) pubblicare le trimestrali entro 45 giorni dalla chiusura del trimestre⁽⁸⁾;
- e) aderire ai principi di *corporate governance* previsti dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana;
- f) incentivare il *top management* con una remunerazione variabile e collegata ai risultati;
- g) nominare un *investor relation*;
- h) dotarsi di una specialista che assicuri liquidità al titolo.

Il mercato *Expandi* è il miglior segmento per le società di piccole e medie dimensioni che vogliono reperire nuovi capitali minimizzando il costo della quotazione. Il mercato *Expandi* oltre a rappresentare un mercato d'accesso meno costoso (i risparmi possono essere nell'ordine del 25% del totale dei costi di quotazione), presenta il vantaggio di una liquidità superiore di quasi il 70% rispetto al miglior mercato alternativo europeo. Le aziende di piccole e medie dimensioni operano tradizionalmente su mercati e con produzioni nazionali, con strutture organizzative poco articolate, con *management* riconducibile alla proprietà

⁽⁸⁾ La relazione trimestrale continuerà ad essere richiesta entro 45 giorni, limitatamente al primo trimestre 2008. Con riferimento ai periodi successivi è in corso un processo di revisione, volto a recepire le novità di legge in tema di resoconti intermedi di gestione.

(aziende familiari) e con strumenti di gestione d'azienda semplici. Queste caratteristiche permettono alle piccole e medie imprese di ottimizzare il rapporto tra costi sostenuti per quotarsi e benefici ottenibili, anche in termini di pianificazione delle operazioni con tempi e complessità limitate.

Per la quotazione sul mercato Expandi è sufficiente una capitalizzazione di 1 milione di euro e un flottante del 10%. L'azienda deve dimostrare di essere in equilibrio economico finanziario tramite il rispetto di alcuni indicatori finanziari (il principale è rappresentato dal rapporto Debito Finanziario/MOL che non deve essere superiore a 4 volte). Tuttavia, nonostante la definizione minima dei parametri di capitalizzazione e flottante, nel corso di questi anni si è assistito alla partecipazione di imprese al segmento in esame con valori target (capitalizzazione e flottante) mediamente più elevati; questo conferma un'ulteriore considerazione generalmente diffusa tra gli operatori del mercato dei capitali, che comunque il costo della quotazione, seppure contenuto rispetto ai segmenti tradizionali (Star e segmento ordinario), rappresenta ancora una significativa barriera all'entrata per le PMI italiane; conseguentemente dalla osservazione delle imprese quotate al mercato Expandi si nota che mediamente partecipano al mercato le imprese con volumi di affari generalmente superiori ai 10 milioni di euro, proprio perché realtà di questa dimensione riescono ad assorbire nel tempo in maniera più efficace i costi non solo iniziali ma anche necessari nel continuo a permettere la permanenza dell'emittente presso un mercato di quotazione.

6. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE DI BORSA ITALIANA

6.1 L'avvio del processo, i soggetti coinvolti e i costi

Il processo di quotazione si differenzia sia in relazione alla dimensione, alla struttura ed al settore di appartenenza dell'emittente sia in funzione delle caratteristiche dell'operazione proposta.

Dopo l'approvazione del progetto di quotazione da parte dell'Assemblea dei Soci, la società procede alla nomina dei propri consulenti tra i quali l'intermediario sponsor che assiste la società prima e nel periodo successivo all'IPO (*Initial Public Offering*).

6.1.1 I soggetti che intervengono nel processo

I principali soggetti coinvolti nel processo di quotazione sono:

Financial & Business advisor

(Non è obbligatoria ma è consigliata proprio in relazione alla complessità della regolamentazione e degli aspetti operativi) è generalmente rappresentato dal soggetto più vicino all'imprenditore e gestisce i rapporti con tutti gli altri soggetti che intervengono nell'operazione.

Usualmente esprime una prima valutazione dell'operazione.

Global Coordinator/Sponsor

Promuove e gestisce le attività di *pre-marketing* e di distribuzione, ricerca e coordina le fasi centrali del progetto con il *bookbuilding* e con l'*underwriting* stesso.

Si occupa inoltre di definire il *consorzio di collocamento*, della predisposizione di un *memorandum (equity story)* della società da presentare, insieme all'emittente. Successivamente alla quotazione verifica e monitora le quotazioni, eventualmente intervenendo per stabilizzarle su livelli ritenuti ragionevoli rispetto al prezzo di collocamento.

Le variabili che possono influenzare la selezione del Global Coordinator possono essere:

- l'offerta di una garanzia del collocamento,

- la realizzazione di un attività di vendita,
- la presenza di una success fee,
- l'esistenza di un rapporto fiduciario (ad es. banca di riferimento dell'imprenditore),
- la precedente esperienza nel settore di riferimento,
- l'assunzione della funzione di sponsor,
- l'assunzione della funzione di specialist.

Legal Advisor

Fornisce il necessario supporto su tutti gli aspetti di natura legale e contrattuale della quotazione, e generalmente effettua anche la *due diligence* legale e contribuisce alla definizione del Prospetto Informativo.

Società di revisione

Effettua la revisione del bilancio dell'emittente, provvede alla revisione almeno dell'ultimo bilancio disponibile e degli eventuali dati infrannuali e pro-forma, e prende parte all'attività di *due diligence* sull'emittente ed alla redazione del Prospetto Informativo, verificando in particolare i documenti contabili e le informazioni di tipo economico-finanziario in esso contenute.

Elabora e formalizza una *Comfort Letter* sui dati di Conto Economico e Stato Patrimoniale presenti nel prospetto e fornisce supporto per la redazione del prospetto informativo, per la realizzazione del *business plan* ed anche per la verifica del Sistema di Controllo di Gestione (SCG).

Specialist

(Solo nel segmento Star) ha il compito di sostenere il titolo nella fase di post quotazione.

Società di comunicazione

Partecipa al processo orientato ad aumentare la visibilità della comunicazione della società quotanda sul mercato, anche successivamente alla chiusura del processo di quotazione (organizza la campagna stampa, il *road show*, ecc.).

Consulenti fiscali

(*Fiscal due diligence*), hanno il compito di:

- individuare le passività fiscali potenziali e materiali della società (ed delle sue controllate);
- effettuare una *due diligence* fiscale su:
 - la quotanda e tutte le sue controllate italiane ed estere;
 - tutti i periodi d'imposta accertabili;
 - tutti i tributi;
- assicurare che il prospetto contenga una rappresentazione chiara e completa di tutte le aree di rischio di natura tributaria;

- individuare il regime tributario delle azioni.

Altri consulenti

In funzione del *business* (che si occupano di tematiche ambientali, di lavoro, per la stesura del Memorandum sul Sistema di Controllo di Gestione - SCG - ecc.).

6.1.2 I Principali costi della quotazione

L'attività di collocamento dei titoli comporta una remunerazione degli intermediari coinvolti che negli ultimi 2 anni è oscillata tra il 3 e il 4,5% dell'ammontare dell'offerta realizzata.

A questi costi devono essere aggiunti i costi degli studi legali e della società di revisione per un ammontare compreso mediamente tra 450 mila ed 1 milione di euro.

A discrezione della società possono essere investite ulteriori disponibilità in campagne pubblicitarie e in attività di promozione. Sono previsti anche dei corrispettivi per l'attività di Borsa Italiana che ammontano allo 0,015% dell'offerta (con un minimo di 10 mila e un massimo di 500 mila euro).

Tutti i costi sono fiscalmente deducibili⁽⁹⁾.

6.2 Le principali attività ed i tempi di adeguamento alle richieste di Borsa Italiana

Di seguito si riportano le diverse fasi generalmente previste in un processo di quotazione, i cui tempi non sono stimabili a priori in quanto dipendono dalle singole caratteristiche delle società quotande.

Fase preliminare

(Mediamente dai 2 ai 24 mesi), nella fase preliminare si definiscono le strategie e si analizzano le opportunità che derivano dalla quotazione; le principali attività da svolgere sono:

- eventuale riorganizzazione società/gruppo;
- revisione del bilancio;
- primi contatti con Borsa Italiana e consulenti;

⁽⁹⁾ Fonte: Borsa Italiana, "La quotazione in sintesi", www.borsaitaliana.it.

- colloquio con potenziali Banche Sponsor e scelta dello Sponsor;
- delibera dell'Assemblea dei soci.

Fase di Due diligence

(Mediamente dai 4 agli 8 mesi), in questa fase si analizzano in maniera dettagliata le informazioni (di mercato, di *business*, finanziarie, legali, fiscali, contabili, ambientali, ecc.) disponibili sull'azienda. I principali aspetti da approfondire riguardano:

- il modello di *business* della società
- il sistema di controllo di gestione (SCG)
- l'*Equity Story*.

Predisposizione dei documenti di offerta

(Mediamente dai 4 agli 8 mesi), in questa fase si predispone il prospetto informativo per la sollecitazione all'investimento da inviare a Consob e si prepara la domanda di ammissione alla quotazione su Borsa Italiana (prevede la preventiva scelta delle modalità e del *timing* dell'IPO e l'organizzazione del consorzio di collocamento e l'attestazione del processo di controllo di gestione). Il Prospetto informativo è un documento puntualmente disciplinato dalla Consob⁽¹⁰⁾ e riporta, fra le altre informazioni, le caratteristiche dell'emittente, dell'operazione degli strumenti finanziari e dei rischi associati all'investimento.

Presentazione documenti alle autorità di vigilanza

Analisi documentazione da parte di Borsa Italiana e Consob (mediamente 2 mesi).

In particolare, Borsa Italiana verifica:

a. *l'assenza di critico posizionamento competitivo* nei principali settori di attività (non richiesto per il mercato *Expandi*); il posizionamento competitivo è verificato da Borsa Italiana attraverso il documento QMAT, ovvero un'analisi che consente di comprendere il *Business Model* dell'emittente, di identificare gli *stakeholder* rilevanti e di inquadrare il settore di appartenenza. Le principali aree di indagine sono:

⁽¹⁰⁾ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti.

- la dimensione del cliente;
- il fatturato per Business Unit;
- l'incidenza del singolo cliente sul fatturato della società;
- i giorni medi di dilazione di incasso;
- il tasso di crescita;
- i punti di forza e di debolezza interni e esterni all'azienda (*S.W.O.T analysis*).

b. *la coerenza della strategia della società, il Piano industriale dell'anno in corso e dei 2 anni successivi.*

Si procede ad esaminare la coerenza tra strategia realizzata, intenzioni strategiche ed *action plan*, l'attendibilità delle ipotesi alla base della determinazione dei dati previsionali ed il modello economico utilizzato. I principali requisiti del Piano industriale sono:

- *Sostenibilità finanziaria*: equilibrio tra *cash flow* (inteso come la somma di utile netto e ammortamenti), variazioni del *working capital* e *capex* di mantenimento/sostituzione; ricorso al capitale proprio (IPO e/o aumento di capitale) e al debito solo per finanziare investimenti finalizzati alla crescita; ricorso al capitale di debito vs capacità di indebitamento e solvibilità aziendale;

- *Coerenza*: tra strategia, *action plan* e proiezioni economico-finanziarie; realizzabilità dell'*action plan* rispetto alla tempistica proposta e alle risorse (umane, organizzative e tecnologiche) di cui l'azienda dispone e si doterà;

- *Attendibilità*: compatibilità con le dinamiche competitive (andamento domanda e quote di mercato, *consumer need* e *key buying factor*, comportamento dei *competitor*, *industry chain analysis*, ecc.); confrontabilità con *trend* e risultati storici; visibilità delle previsioni rispetto ai dati consuntivi dell'esercizio in corso e al portafoglio ordini; *sensitivity* rispetto alle variabili rilevanti per la creazione di valore.

c. la presenza di *gravi squilibri nella struttura finanziaria* attraverso l'analisi dei bilanci e del piano industriale;

d. la presenza di un sistema di *controllo di gestione adeguato e affidabile*, una società in procinto di quotarsi deve disporre di un efficace sistema di pianificazione e controllo che consenta di interpretare i fenomeni aziendali più significativi e attivare le giuste leve correttive.

Nella definizione dei Sistemi di Controllo Interno si evidenzia un'attenzione sempre maggiore alla gestione ed al controllo dei rischi;

e. *l'autonomia gestionale*, (non richiesto per il mercato *Expandi*), si valuta la presenza delle condizioni di autonomia gestionale verificando che non vi siano ostacoli alla massimizzazione degli obiettivi economico-finanziari

propri dell'emittente (ad es. relativamente a parti correlate, dipendenza da clienti, fornitori/distributori o finanziatori);

f. *corporate governance*, (non richiesto per il mercato *Expandi*), si valuta la struttura di governo societario allineata con le normative vigenti e rispondente ove possibile alle previsioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate;

g. scatole cinesi, l'attivo di bilancio ovvero i ricavi dell'emittente non devono essere rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in una società quotata.

I principali documenti da presentare alle Autorità di Vigilanza (Borsa Italiana e Consob) sono sintetizzati nella Tabella 3.

I documenti per Consob e Borsa Italiana
<i>Prospetto informativo italiano</i> - riassume le principali caratteristiche dell'offerta di titoli della società
<i>International Offering Circular</i> - documento in lingua inglese dai contenuti equivalenti al prospetto informativo
<i>Dati di bilancio</i>
<i>QMAT</i> - sintesi dei dati finanziari, del modello di <i>business</i> , della segmentazione della clientela, dei fornitori e dei prodotti
<i>Business Plan</i> ⁽¹⁾
Documento di valutazione

Tabella 3 - I documenti per Consob e Borsa Italiana

Fase di valutazione

Si procede ad individuare il valore del capitale economico dell'impresa, considerando un *range* che sulla base di criteri e metodologie generalmente accettati dagli operatori (*Discounted Cash Flow* e metodo dei multipli di borsa), porta ad un'indicazione di prezzo utile per la successiva fase di ammissione alla negoziazione. Il prezzo al quale sarà realizzato il

⁽¹⁾ Il documento è finalizzato a descrivere nel medio-lungo periodo le strategie aziendali, le ipotesi che vi sono alla base (visione, missione e assunzioni per le variabili economico-finanziarie) e le azioni che saranno realizzate per raggiungere i risultati strategici attesi. Nel business plan sono definiti, in estrema sintesi, i seguenti aspetti: una descrizione della composizione societaria dell'azienda e del gruppo; l'analisi dei mercati, dei competitor e dei prodotti/servizi offerti; le strategie aziendali (commerciali, operative, finanziarie di investimento); l'analisi dei rischi; l'organizzazione ed il management; l'analisi storica dei dati e delle informazioni economico-finanziarie; l'evoluzione del piano economico-finanziario.

collocamento dipende dall'apprezzamento dell'azienda riscontrato presso gli investitori.

La *banca sponsor* dopo aver determinato una prima ipotesi di *fair value* effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali che porta ad una definizione di un intervallo indicativo di prezzo. In questa fase, detta anche di *pre-marketing*, al fine di sensibilizzare il mercato al “nuovo investimento”, assume una fondamentale importanza la comunicazione attraverso presentazioni sulle piazze finanziarie, incontri con analisti ed investitori e con la stampa economico-finanziaria (*roadshow*).

Dopo la fase di *pre-marketing* si passa al c.d. *book building*⁽¹²⁾, cioè il periodo in cui si raccolgono gli ordini degli investitori. Gli ordini ricevuti determinano il *pricing* del titolo.

Fase di negoziazione

Dopo la valutazione e l'espressione delle prenotazioni degli investitori istituzionali si individuerà il prezzo definitivo di collocamento; il successo sarà funzione della dimensione della domanda espressa nel corso dell'offerta pubblica, delle condizioni generali e dell'andamento dei mercati finanziari. Le PMI che sono state quotate negli ultimi anni hanno avuto livelli di *oversubscription* estremamente interessanti: le richieste sia da parte del pubblico che da parte degli investitori istituzionali hanno ampiamente superato i titoli effettivamente assegnati.

6.3 La comunicazione nella fase di post quotazione

Dall'inizio della negoziazione, considerando anche il periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo, la comunicazione continua a rappresentare un elemento “delicato e sensibile”.

Ogni matricola deve operare per mantenere alto l'interesse del mercato, consolidare i rapporti con la stampa economico-finanziaria e sensibilizzare l'attenzione dei consumatori e della stampa di settore al fine di evidenziare le potenzialità ed il valore implicito dell'azienda. A tal fine la figura dell'*investor relator* riveste un ruolo di primaria importanza.

L'*investor relator*, cioè il soggetto incaricato della gestione dei rapporti

⁽¹²⁾ La fase di *book building* ha una durata variabile che dipende dalla dimensione dell'offerta e dal roadshow che si vuole portare avanti.

con investitori ed intermediari, rappresenta l'azienda presso la comunità finanziaria nazionale ed internazionale; rientrano tra le sue attività:

- la gestione delle aspettative del mercato sui risultati aziendali (*analyst consensus*), anche mediante revisione dei modelli finanziari degli analisti di *equity research*;
- collaborazione con le Direzioni AFC e Relazioni Esterne nella redazione dei documenti di comunicazione finanziaria trimestrali e annuali (presentazioni, relazioni, comunicati stampa, ecc.);
- analisi della base azionaria (*Shareholders' ID*);
- analisi di *competitors* e aziende comparabili (*Peer Group Analysis*);
- presentazione della società in conferenze e incontri individuali (con analisti finanziari, di industria e investitori) e organizzazione di *roadshow*;
- gestione della comunicazione finanziaria *online*.

Nella fase di post quotazione l'impresa neo-quotata si impegna ad adempiere gli obblighi informativi schematizzati nella Tabella 4⁽¹³⁾:

Obblighi informativi dell'azienda quotata	
<i>Informativa Continua (Price Sensitive)</i>	L'azienda è obbligata a comunicare tempestivamente al mercato informazioni privilegiate (aventi cioè influenza sul prezzo dei titoli quotati) che riguardano direttamente l'emittente (art. 114 TUF).
<i>Informativa Periodica</i>	L'azienda comunica periodicamente situazioni contabili, dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo (trimestrali, semestrali e bilancio di esercizio). Annualmente la società predispone la relazione sulla <i>Corporate Governance (compliance al codice di Autodisciplina di Borsa Italiana)</i> .
<i>Informativa Straordinaria</i>	L'azienda comunica al mercato operazioni di carattere straordinario: <ul style="list-style-type: none"> • fusioni/scissioni; • modifiche del capitale e/o emissione di titoli obbligazionari; • perdite eccedenti il terzo del capitale sociale; • conversione di azioni; • modifiche dello Statuto sociale.
<i>Altre informazioni</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Assetti proprietari - Partecipazioni rilevanti (cioè maggiori del 10% del capitale della partecipata); - Patti parasociali (comunicazione a Consob obbligatoria se riguarda più del 5% del capitale); - Operazioni con parti correlate.

Tabella 4 - Obblighi informativi dell'azienda quotata

⁽¹³⁾ Cfr. art. 54 Regolamento Emittenti Consob.

Si ricorda che gli emittenti presentano almeno annualmente un documento che contiene o fa riferimento a tutte le informazioni che essi hanno pubblicato o reso disponibili al pubblico nei precedenti 12 mesi. Il documento è depositato presso la Consob dopo la pubblicazione del bilancio d'esercizio.

7. ALCUNE RIFLESSIONI SU MERCATI DI QUOTAZIONE NUOVI ED ALTERNATIVI PER LE AZIENDE ITALIANE: IL MERCATO ALTERNATIVO DEI CAPITALI (MAC)

Il *MAC* Mercato Alternativo dei Capitali (divenuto sistema multilaterale di negoziazione dal primo Novembre 2007) offre una nuova opportunità alle imprese che intendono condividere i propri piani di crescita ed il rischio di impresa con un numero limitato di investitori.

Il MAC è un Sistema di Scambi Organizzati di azioni riservato ad investitori professionali⁽¹⁴⁾ e sottoposto alla vigilanza di Borsa Italiana.

Gli investitori professionali ammessi al MAC
Banche
Fondazioni bancarie
Fondi di Private Equity
SIM
SGR
Assicurazioni
Fondi Pensione
Singoli membri di una borsa
Imprese di grandi dimensioni
Clienti classificati come professionali ai sensi della sezione II dell'allegato II della Direttiva Mifid
Società iscritte ad uno degli elenchi di cui agli artt.106, 107 e 113 del T.U.B.

Tabella 5 - Gli investitori professionali ammessi al MAC

⁽¹⁴⁾ Sono ammessi al MAC in qualità di negoziatori esclusivamente:

1. le banche e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extra-comunitarie autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio e/o di terzi, ai sensi del TUF;
2. gli agenti di cambio autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio e/o di terzi, ai sensi del TUF;
3. Poste Italiane SpA.

La tabella 5 fornisce un elenco degli investitori professionali ammessi al MAC.

La capacità di attrarre investimenti è legata alla presenza di:

- un progetto industriale volto a generare un vantaggio competitivo (le operazioni di aumento di capitale saranno privilegiate rispetto a quelle di vendita);
- una storia aziendale che dimostri la capacità dell'impresa di crescere in termini di fatturato e di redditività ;
- una buona capacità di generare cassa (misurata come percentuale del MOL sul fatturato);
- una struttura finanziaria equilibrata, in cui i flussi di cassa generati dall'impresa siano utilizzati per sostenere i piani di sviluppo.

Per essere ammessa alle negoziazioni l'impresa deve:

- essere una società per azioni;
- aver dematerializzato e accentrato le azioni presso la Monte Titoli Spa;
- ottenere la certificazione dell'ultimo bilancio (non redatto obbligatoriamente secondo i principi contabili internazionali) da parte di una società di revisione iscritta all'Albo Consob.

La prima attività da compiere per la quotazione sul MAC consiste nel contatto tra azienda e *sponsor* (banca che opera nel territorio di riferimento dell'impresa). Lo *sponsor* contatta lo *specialista* che organizza il collocamento del capitale. Lo specialista valuta l'operazione, effettua una stima del prezzo di collocamento e procede a contattare gli investitori (non appartenenti al settore retail) che potenzialmente potrebbero essere interessati ad investire nell'azienda.

L'impresa procede con la richiesta di ammissione al MAC; Borsa Italiana valuta la documentazione presentata e ammette l'impresa alla negoziazione.

Una volta quotata l'impresa ha l'obbligo di effettuare comunicazioni periodiche (relative alle assemblee dei soci) e in occasione di eventi rilevanti (dimissione/nomina di organi sociali, acquisizione/cessione di *asset* significativi, operazioni straordinarie, emissione di obbligazioni, acquisto di azioni proprie, ecc.).

Appare evidente che, sebbene il MAC assicuri i tipici vantaggi del collocamento istituzionale (base stabile di investitori e ottica di medio lungo periodo), esso ne presenta anche gli svantaggi (limitata liquidità del titolo).

Anche se non obbligatorio, è importante segnalare che allo sponsor può essere affiancato, se necessario, un *advisor* che può, in particolare:

presentare l'impresa interessata allo sponsor, collaborare con quest'ultimo ed assistere l'impresa durante le fasi di ammissione e collocamento dei titoli. Anche in questo caso (come per gli altri mercati/segmenti analizzati), il ruolo dell'*advisor* può essere particolarmente adatto alla figura del dottore commercialista (o di altri consulenti), specificamente iscritti all'albo degli *advisor* tenuto dal MAC.

Va evidenziato che al momento il numero di imprese quotate al MAC non è rilevante (trattasi di 4 imprese dal novembre 2007), specie se confrontato con altri mercati analoghi diffusi a livello internazionale; occorre precisare che il mercato in esame è certamente particolarmente attrattivo per le imprese di piccola dimensione, grazie alle semplici regole di accesso, alla assenza di un vero e proprio prospetto informativo da formalizzare ed alla garanzia di intervento e coinvolgimento di un numero di istituti bancari in veste di *specialist*, con un plafond dedicato al progetto particolarmente interessante per lo sviluppo del mercato.

La tabella 6 riassume i valori minimi e massimi assunti da alcune variabili rilevanti nei quattro processi di quotazione sinora conclusi.

Le operazioni concluse sul MAC		
Parametro	Valore minimo	Valore massimo
Fatturato 2006 (in mln di Euro)	13	44
Raccolta (in mln di Euro)	5,8	10
Capitalizzazione (in mln di Euro)	15	59
Flottante (in % sul Capitale Sociale)	13	40
Numero di investitori	7	18

Tabella 6 - Le operazioni concluse sul MAC

Il MAC è attualmente oggetto di analisi e valutazione anche da parte di Borsa Italiana che lo gestisce e che è azionista della società di promozione⁽¹⁵⁾; ci si augura che l'esperienza, seppur limitata, possa essere patrimonializzata e valorizzata nel corso delle decisioni che si intenderà assumere sul futuro dei mercati finanziari del capitale di rischio dedicati alle piccole imprese.

⁽¹⁵⁾ Borsa Italiana è attualmente socia di minoranza, ma con un'opzione che può consentirle di avere la maggioranza del capitale di rischio della società di promozione del MAC (Promac).

8. I FUTURI SVILUPPI: L'ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET (AIM)

L'*Alternative Investment Market* (AIM) è stato creato dal London Stock Exchange (LSE) nel 1995 per soddisfare le peculiari esigenze delle piccole e medie imprese (inglesi e straniere). Attualmente con circa 1.600 imprese quotate (di cui circa 350 estere) ed una capitalizzazione complessiva di circa 100 miliardi di sterline (di cui 55 detenuti da investitori istituzionali)⁽¹⁶⁾ l'AIM è il più grande mercato mondiale per le PMI.

In seguito alla fusione tra LSE e Borsa Italiana, è prevista l'introduzione di questo listino anche sul mercato italiano, con i necessari adattamenti al contesto italiano, anche se i progetti di allineamento tra le caratteristiche dei diversi mercati dedicati al segmento delle PMI è come abbiamo più volte ripetuto nel corso del lavoro, in fase di significativa ridefinizione.

L'introduzione dell'AIM in Italia potrebbe consentire un accesso più efficace e continuo da parte delle PMI alle risorse finanziarie presenti nel mondo anglosassone, ricco di investitori specializzati nell'investimento nelle piccole medie imprese, di cui l'Italia è carente.

La procedura di quotazione sull'AIM richiede una serie di adempimenti semplificati e proporzionati alla dimensione delle imprese cui tale mercato è indirizzato. Per essere ammessi all'AIM l'azienda deve essere costituita in forma di *Public Limited Company* o equivalente (per l'Italia Società per Azioni) ed avere un capitale minimo di 50 mila sterline (circa 75 mila Euro).

La società che intende quotarsi sull'AIM dovrà predisporre un *business plan* ed adeguare la propria struttura di *governance* alla quotazione e presentare domanda di ammissione al LSE (tale domanda non include il prospetto informativo se il valore dei titoli offerti non supera i 2,5 milioni di Euro). L'esame della domanda di ammissione avviene generalmente in 3 mesi.

⁽¹⁶⁾ Fonte www.londonstockexchange.com.

I principali operatori coinvolti nel processo di quotazione sull'AIM sono:

- il *Nominated Advisor* (NOMAD), è il soggetto responsabile nei confronti del LSE della solvibilità dell'azienda quotanda. Il NOMAD deve essere scelto in un apposito elenco tenuto dal LSE e deve avere almeno due anni di esperienza sul mercato finanziario. È obbligatorio che il NOMAD continui a svolgere il proprio ruolo di garante anche in seguito all'ammissione all'AIM;
- il *Broker*, è responsabile del collocamento delle azioni sul mercato, presenta la società agli investitori e la accompagna nei *roadshow* di presentazione;
- il *Legal Consultant*, verifica la veridicità e la correttezza dei documenti predisposti dalla società per l'ammissione alla quotazione, fornisce consulenza per l'adozione di un'adeguata struttura di *governance*;
- il *Financial Public Relator*, si occupa dei rapporti con i media e della diffusione di tutte le notizie sulla società;
- i *Reporting Accountants*, verifica i risultati finanziari della società e predispone *report* per il NOMAD.

9. IL RISK MANAGEMENT NEL PROCESSO DI QUOTAZIONE

La decisione strategica di avviamento di un processo di quotazione espone l'impresa quotanda ad una serie di rischi strategici, finanziari operativi e di *compliance* legati allo stato del mercato, all'interesse degli investitori istituzionali (settore/tipo di operazione/dimensione dell'azienda), al tempo disponibile del *management*, ai risultati della *due diligence* e del *business plan*, ai costi dell'IPO ed alla definizione del prezzo di vendita.

Anche nella fase post IPO l'impresa ha la necessità di implementare un'efficace struttura o funzione di *risk management*. Di seguito si riportano alcuni esempi dei principali rischi cui un'azienda neo-quotata è esposta suddivisi per categoria (strategici, finanziari e operativi/*compliance*).

<i>Rischi strategici</i>	<p>L'impresa potrebbe non essere in grado di rispettare il programma di crescita presentato al mercato scontando risultati negativi sul corso dei titoli.</p> <p>La mancata adozione di una buona ed integrata politica di <i>corporate governance</i>, potrebbe rendere difficoltoso un adeguato controllo del <i>business</i> da parte dell'azienda.</p>
<i>Rischi Finanziari</i>	<p>Gli obiettivi finanziari non sono stati definiti in maniera puntuale e realistica. Il mercato reagisce male alle sorprese (anche positive); pertanto predisporre piani credibili e che soddisfino le attese degli investitori è fondamentale per un'impresa quotata.</p> <p>Non fornire un'informativa adeguatamente trasparente e puntuale ai nuovi <i>stakeholder</i> aziendali espone l'azienda ad un elevato rischio (anche di immagine e quindi non solo finanziario). I nuovi interlocutori aziendali hanno bisogno di conoscere in maniera tempestiva le notizie rilevanti sull'evoluzione finanziaria del <i>business</i>; l'impresa deve dare adeguato peso all'informativa al mercato ed investire in mezzi e risorse per costruire una comunicazione efficiente.</p>

<i>Rischi Operativi</i>	<p>Il processo di quotazione può “distrarre” le risorse interne, l'impresa può incontrare difficoltà nel rifocalizzare gli sforzi ed il lavoro dei singoli sulle problematiche di <i>business</i> e misurarne puntualmente le <i>performance</i> e la responsabilità di realizzare gli obiettivi assegnati.</p> <p>La quotazione comporta l'avvio di un adeguamento delle politiche, delle procedure, dei sistemi e dei controlli alle esigenze della nuova realtà quotata. Tale processo di adeguamento può richiedere tempi anche lunghi a seconda del contesto aziendale.</p>
<i>Rischi di Compliance (conformità alle norme)</i>	<p>Un'azienda quotata deve rispondere tempestivamente ai <i>requirements</i> della nuova regolamentazione, per evitare penali, ammende, multe, ecc. non deludere le attese degli investitori.</p> <p>Al fine di garantire un adeguato presidio del rischio di <i>compliance</i> la società può implementare appositi controlli (politiche, procedure, controlli di primo, secondo e terzo livello).</p>

Tabella 7 - Principali rischi di un'azienda neo-quotata

10. CONCLUSIONI

In conclusione possono essere sintetizzati alcuni *benefici* che l'avvio di un processo di quotazione comporta.

A livello di *business* l'azienda ha la potenzialità di far *conoscere il brand* e di allargare *l'area di influenza e la forza commerciale* dell'azienda a livello nazionale e internazionale.

Inoltre, l'operazione avrà indubbe ricadute sulla reputazione ed immagine della società e sulla *"certificazione"* (di qualità di prodotto e processo) dell'operato dell'azienda.

Relativamente alla *struttura finanziaria* l'impresa potrà contare su una nuova *fonte di finanziamento* della crescita e su una maggiore capacità di negoziazione nel *rapporto banche-impese*.

A livello *organizzativo* la quotazione è l'opportunità per la definizione di una migliore e più integrata *"Corporate governance"*, per la ridefinizione del sistema di *"Controllo di Gestione"*, per ridisegnare il *"Sistema di gestione dei rischi"* ed il *"Sistema del Controllo Interno"* e per identificare idonei *"Sistemi di performance"* (definizione KPI, BSC, CSR, ecc.) ed incentivazione di *managers* e dipendenti.

Occorre tuttavia ricordare che i benefici descritti non sono assicurati dal processo di IPO; infatti, oltre ai costi diretti di quotazione, esistono costi indiretti che impattano sulla società; ci si riferisce in particolare agli aspetti di natura culturale, alla gestione della crescita della dimensione e, quindi, dell'operatività aziendale, all'istituzione di funzioni ed attività a volte non esistenti o poco sviluppate (Controllo di gestione, *internal audit*, comitati interni, dirigente preposto, *risk management*, *compliance*, ecc.) ed alla rinuncia alla piena indipendenza nelle scelte aziendali (*leadership*) ed a percorsi virtuosi verso l'*accountability* (ovvero la rendicontazione attraverso un *reporting* che metta in evidenza i comportamenti dell'azienda rilevanti sul piano della responsabilità sociale ed ambientale oltre che economica e finanziaria).

Per garantire il successo di un'operazione di quotazione occorrerà programmare con largo anticipo tutti gli interventi di adeguamento che l'azienda deve portare a termine al fine di soddisfare i *requirements*

normativi, organizzativi, societari ed operativi necessari per aderire al segmento di riferimento.

È proprio nella definizione accurata di tali attività e nell'accompagnamento verso le diverse fasi di avvio, gestione ed implementazione del processo di quotazione che, grazie alla conoscenza approfondita dell'impresa, il dottore commercialista ha l'opportunità di mettere a disposizione del cliente le specifiche competenze nel complesso processo di avvicinamento dell'impresa al mercato del capitale di rischio.

11. BIBLIOGRAFIA

Antoldi F., Cifalinò A., Devecchi C., 2003, *La quotazione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano.

Cesarini F., Gualtieri P., 2001, *La borsa*, Il Mulino, Bologna.

De Mari M., 2004, *Quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino.

Ferrari F., 2006, *Il passaggio generazionale delle PMI*, Franco Angeli, Milano.

Leardini C., 2003, *L'economia della quotazione in borsa*, CEDAM, Padova.

Perrini F., 2000, *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI*, EGEA, Milano.

Regalli M., 2000, *La quotazione delle small cap ed il ruolo degli intermediari*, Giappichelli, Torino.

Siti internet

www.aifi.it

www.borsaitaliana.it

www.londonstockexchange.com

www.mercatoalternativocapitale.it

www.ilsole24ore.com

www.consob.it

ANNOTAZIONI

finito di stampare
nel mese di aprile 2008

3LB srl
Osnago (LC)

Numeri pubblicati

Anno 2007

- nr. 1 L'amministrazione nelle S.r.l. • *Simone Allodi*
- nr. 2 Lo Statuto dei diritti del contribuente • *Alessandro Turchi*
- nr. 3 Finanziamento dei Soci • *Giorgio Zanetti*
- nr. 4 Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • *Paolo Brecciaroli*
- nr. 5 Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • *Marco Grumo*
- nr. 6 La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • *Gian Gaetano Bellavia*
- nr. 7 Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • *Roberta Provasi, Daniele Bernardi, Claudio Sottoriva*
- nr. 8 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Ernersto Franco Carella*
- nr. 9 L'introduzione dei principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • *Mario Difino*
- nr. 10 La governance delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • *Ciro D'Aries*
- nr. 11 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • *Ambrogio Picolli*
- nr. 12 Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di *Adriano Propersi*
- nr. 13 Le parti e la loro assistenza in giudizio • *Mariacarla Giorgetti*

Anno 2008

- nr. 14 Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs n. 139 del 28 giugno 2005 • a cura della Commissione *Albo, Tutela e Ordinamento 2005-2007*
- nr. 15 Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della Commissione *Normative Comunitarie 2005-2007*
- nr. 16 Elementi di procedura civile applicati alle impugnazioni del processo tributario • *Mariacarla Giorgetti*

nr. 17.

Il lavoro ha l'obiettivo di analizzare sinteticamente il processo di quotazione delle PMI, in un contesto di evoluzione caratterizzato sia dalla complessa integrazione di Borsa Italiana con il London Stock Exchange, sia dalla nascita del Mercato Alternativo dei Capitali, specificamente dedicato alle PMI.

Nel documento si esamina con un focus particolare il ruolo che, in tale fase di cambiamento, può assumere il dottore commercialista (advisor): infatti, in virtù delle specifiche conoscenze, della profonda esperienza e del rapporto fiduciario con gli imprenditori, il professionista potrà affiancare e suggerire alle PMI il miglior mercato di quotazione ed il più efficace percorso operativo per accedere al mercato del capitale di rischio.

Infine, vengono sinteticamente analizzati i mercati definiti da Borsa Italiana ed il Mercato Alternativo dei Capitali (MAC) ed effettuata una sintetica descrizione del funzionamento dell'Alternative Investment Market (AIM) di Londra.

L'autore del Quaderno è Carlo Arlotta, Presidente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano 2008/2012. Carlo Arlotta è Docente di "Gestione dei rischi" presso l'Università dell'Insubria di Varese e di "Finanziamenti di Aziende" presso l'Università degli Studi di Macerata. E' Partner e Socio Fondatore di Consilia Business Management S.r.l. di Milano, società specializzata sui temi in materia di Corporate Governance, Internal Control, Risk Management e Compliance. Ha maturato una pluriennale esperienza in una società internazionale di consulenza e revisione aziendale. E' specialista in tematiche di natura finanziaria e di gestione dei rischi. E' autore di alcune pubblicazioni (Basilea II, la Compliance nelle banche, la gestione dei rischi operativi e d'impresa). E' relatore in numerosi corsi e convegni. Amministratore (Lead Independent Director) di Società, anche quotate, nonché componente di alcuni collegi Sindacali.