AIM Italia come leva di trasformazione delle aziende

Stato della situazione, opportunità e proposte per ulteriore rilancio

Marzo 2021

Building a better working world

Indice

Executive Summary 3

L'eredità "liquida" del COVID-19 4

Una panoramica sul mercato AIM Italia 8

Il potenziale mercato AIM Italia 14

Proposte di incentivazione fiscale per chi investe su AIM Italia 16

Dal "micro" al "macro": conclusioni 20

Executive Summary

Overview
COVID-19 è destinato a lasciare molte e rilevanti conseguenze nella nostra società e nella nostra economia. Tra queste, ai fini della presente analisi, riteniamo utile evidenziarne due. Da un lato, un **impatto pesante su molti settori economici** dove, a fronte dello stop imposto ai consumi dalle misure di contenimento, si registrano, non solo, perdite di fatturato, ma anche riduzione di patrimonio e liquidità delle imprese. Dall'altro, un generale **aumento della propensione al risparmio**, legato anche all'incertezza e alla volatilità dei possibili scenari di ripresa economica.

Riportare fiducia nel sistema è prioritario.
Convogliare in maniera efficiente una quota di tale risparmio potrebbe contribuire alle misure di rilancio del Sistema Paese, sia attraverso il **sostegno dei consumi** sia attraverso l'impiego di **strumenti di investimento** che sostengano lo sviluppo dell'economia reale nazionale.

In un contesto di generale criticità dovuto al perdurare della pandemia, **la quotazione sul segmento AIM Italia di Borsa Italiana può rappresentare una valida e concreta possibilità di risposta a sostegno della ripatrimonializzazione delle aziende e delle necessità da parte di queste di investire sulla trasformazione dei modelli di business e operativi necessari a cogliere le nuove opportunità che il mercato presenta.**

L'introduzione di alcuni meccanismi di incentivazione potrebbe permettere di agevolare questo processo. Per questo proponiamo, tra l'altro, per le **persone fisiche che investano in nuove IPO sul mercato AIM Italia**, l'introduzione di una **detrazione dall'imposta Irpef pari al 20% dell'ammontare investito**, fino a un massimo di € 1.000.000, con previsione di un limite massimo agli investimenti agevolabili per singola società (€ 15 milioni). La misura sarebbe inizialmente limitata nel tempo, con la possibilità di diventare poi strutturale in caso di successo.

In questo periodo gli investitori ricercano e prediligono i settori *best-in-class* in termini di resilienza, quali il settore farmaceutico (Pharma & Healthcare) e il comparto tecnologico, digitale e legato all'automazione (Technology). Dal confronto tra questi settori e i settori maggiormente rappresentativi dell'economia italiana, rispecchiati anche nella composizione dell'AIM Italia, tra cui i settori manifatturiero (***Industrial Products***) e dei beni di consumo (***Consumer Goods***), emerge un *gap* strutturale.

Le **risorse finanziarie addizionali** a vantaggio delle imprese potrebbero trovare un efficiente impiego in una profonda ***review* del *business model* dei settori manifatturiero e dei beni di consumo, che preveda stimoli a fenomeni quali digitalizzazione, automazione dei processi industriali, internazionalizzazione, ma anche managerializzazione**, per contribuire a chiudere il *gap* strutturale e investire su un rinnovo ed una maggiore produttività del nostro sistema industriale, trasformando così la pandemia in una nuova opportunità di sviluppo e ammodernamento.

Costi e benefici attesi dall'incentivazione fiscale
L'investimento statale nell'incentivazione proposta si configura pertanto come una politica anticiclica nella ripresa post COVID-19 generatrice dei seguenti potenziali benefici:

Benefici di efficienza allocativa
Ci si attende un effetto positivo da una *governance* più efficace delle imprese a seguito della quotazione.

L'effetto positivo si sostanzia anche nell'allentamento di «*financial frictions*» nei limiti al reperimento di risorse.

Benefici economici
Abbiamo stimato che un incentivo di € 300 milioni produrrebbe un aumento del PIL nel primo anno pari a € 450 milioni, e a medio termine di € 900 milioni. Ciò comporterebbe la riduzione dell'effettivo costo della misura, con un rientro di risorse attraverso imposte dirette e indirette.

Benefici di natura Industriale
Le risorse finanziarie derivanti dalla quotazione potranno sia sostenere la ricapitalizzazione delle aziende sia, in particolare per alcuni settori, favorire la revisione e modernizzazione del business model dell'impresa.

Benefici sociali
Utilizzando le regolarità storiche sulla elasticità dell'occupazione rispetto al prodotto interno lordo, abbiamo stimato che l'incentivo potrebbe produrre circa 4.500 nuovi posti di lavoro in un anno e circa 9.000 a medio termine.

L'eredità "liquida" del COVID-19

Il paradosso dell'eccesso di liquidità in Italia: che cosa fare?

Il contesto di mercato
Nel corso del 2020 si è registrato in Italia un **forte aumento della propensione al risparmio**, legato principalmente all'incertezza e alla volatilità dei possibili scenari di ripresa economica a fronte del perdurare del fenomeno pandemico.

In particolare, partendo da un ammontare complessivo di depositi bancari pari a € 1.563,2 Mld a fine gennaio 2020, da febbraio 2020 (inizio della pandemia da COVID-19) a novembre 2020 **il totale delle disponibilità liquidite depositate presso gli istituti di credito da clientela residente è aumentato di €151,7 Mld,** giungendo a complessivi **€ 1.714,9 Mld.** Tra il Q4 2020 ed il Q1 2021, la liquidità sui depositi bancari è attesa eguagliare l'ammontare del PIL 2019, pari ad €1.787 Mld.

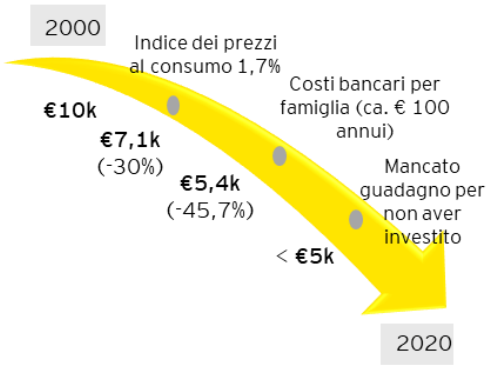
A fronte di una contrazione del reddito disponibile e di un clima generale di limitata fiducia, il dato sulla liquidità segnala ulteriormente come COVID-19 abbia determinato la ulteriore polarizzazione di fenomeni già in atto.

Circoscrivendo l'analisi al periodo giugno–novembre 2020, la dinamica della raccolta bancaria dalla clientela, intesa come sommatoria tra depositi liquidi e impieghi obbligazionari, ha registrato *(i)* un incremento del **5%** circa in termini di depositi da clientela residente[1] (con un picco tra i mesi di settembre ed ottobre pari al 2,3%) e *(ii)* una sostanziale stabilità a livello di impieghi in obbligazioni. Considerando che nel periodo novembre 2019 – novembre 2020 i depositi bancari da clientela residenti sono cresciuti ad un tasso annuo di 8,3%, circa il 60% di tale crescita è da imputarsi al periodo giugno-novembre 2020.

Convogliare in maniera efficiente tale risparmio potrebbe rappresentare un'**opportunità per il sistema-Paese**, sia attraverso il **sostegno dei consumi** per far ripartire la domanda aggregata e l'economia, sia attraverso l'impiego di **strumenti di investimento** che sostengano lo sviluppo dell'economia reale.

Svantaggi a detenere la liquidità
Il grafico illustra quanto sia inefficiente mantenere eccessiva liquidità depositata sui conti correnti: qualora nel 2000 si fossero investiti € 10.000 in un conto corrente infruttifero, nel 2020 la giacenza si sarebbe infatti ridotta ad una cifra inferiore a € 5.000, per effetto della svalutazione inflazionistica e dei costi di gestione bancaria.

FIGURA 1. Impatti dell'inflazione e dei costi di gestione sui conti correnti nel periodo 2000 - 2020



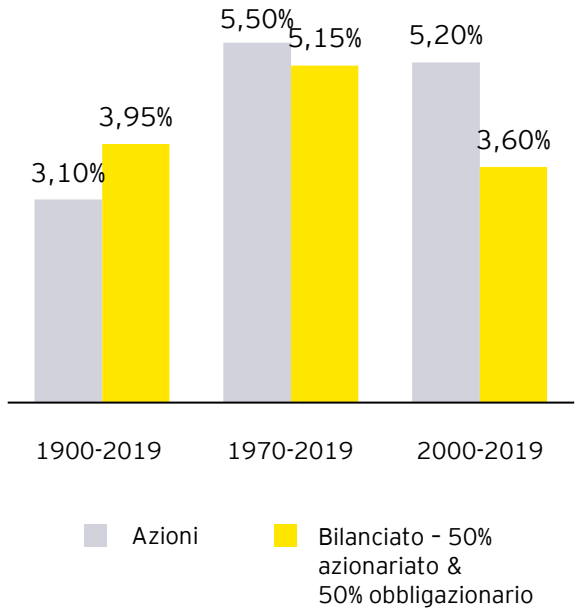
Fonte: elaborazione EY su dati ISTAT, Banca d'Italia, articoli de IlSole24Ore (bollettino dicembre 2020 e altre testate nazionali)

[1] Depositi della clientela ordinaria residente privata, da cui sono esclusi i depositi delle IFM e delle Amministrazioni Centrali. Sono inclusi c/c, depositi rimborsabili con preavviso, depositi con durata prestabilita e pronti contro termine. I dati sono nettati dalle operazioni con controparti centrali.

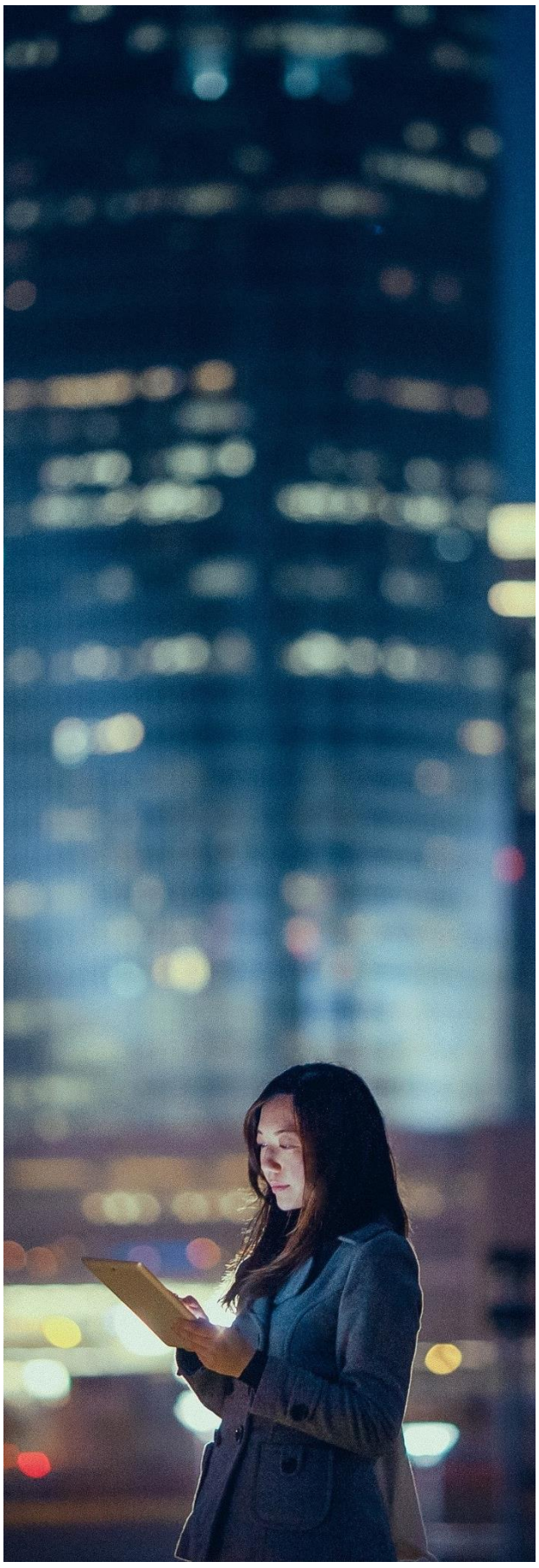
Vantaggi ad investire la liquidità

A livello globale, dal 2000 al 2019, le azioni hanno offerto un ritorno medio annuo del 5,2%, mentre un portafoglio bilanciato (50% azionariato e 50% obbligazionario) ha reso il 3,6% su base annua. Secondo la banca d'affari Goldman Sachs[2], il 2021 risulterà un anno particolarmente favorevole per il comparto azionario, per effetto della bassa inflazione, di tassi ancorati e di valutazioni in termini assoluti alte, ma relativamente economiche rispetto a quelle dei bond. In particolare, lo S&P500 è previsto in crescita del 20%, lo Stoxx Europe 600 del 10,9%, il MSCI Pacific ex Japan del 12,9% e il Topix dell'8,6%.

GRAFICO 1. Andamento medio annualizzato per azioni e portafoglio bilanciato



Fonte: elaborazione EY su dati ISTAT, Banca d'Italia, articoli de IlSole24Ore (bollettino dicembre 2020 e altre testate nazionali)



[2] *GOAL: Global Opportunity Asset Locator – Outlook for 2021: Rotation inoculation, remain pro-risk*

Eccesso di liquidità in Italia - Focus famiglie

Attività finanziarie delle famiglie italiane

A giugno 2020, a livello aggregato le attività finanziarie delle famiglie italiane risultavano in aumento dello 0,9% rispetto al giugno 2019.

Le famiglie italiane tendono a privilegiare una strategia di risparmio in disponibilità liquide e in prodotti assicurativi/fondi pensioni, sottraendo risorse agli investimenti su mercati azionari e obbligazionari, ancorché questi ultimi presentino rendimenti mediamente più interessanti.

Reddito e risparmio delle famiglie italiane

La forte contrazione dei redditi delle famiglie italiane nel corso del 2020 è stata accompagnata da un cambiamento delle abitudini di spesa, con un calo dei consumi aggregati ancora più marcato. Tale dinamica si riflette in un tasso di risparmio ora su livelli record (14,6% nel terzo trim. 2020). Secondo la Banca d'Italia, le intenzioni di aumentare il risparmio sono diffuse sia tra le famiglie che si aspettano da ora in poi un aumento del reddito (quasi il 70 per cento), sia tra quelle che se ne attendono una riduzione (circa un quinto).

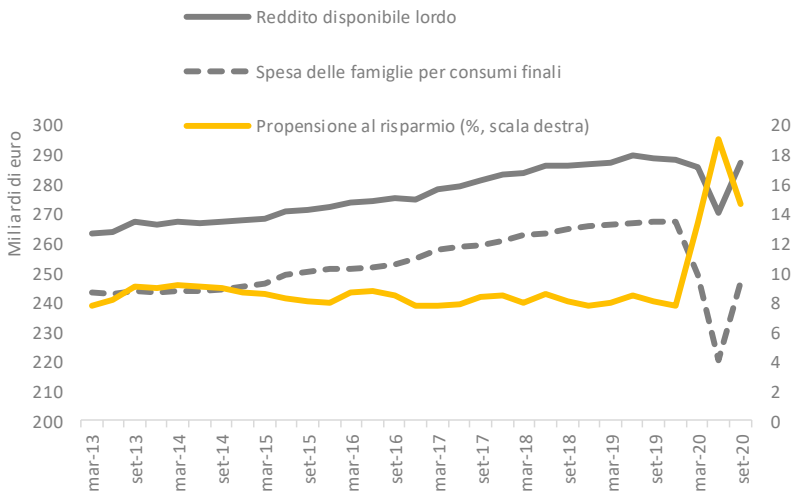
La riduzione degli investimenti reali netti (-6,6 miliardi nel primo semestre del 2020) ha anche riflesso il calo del patrimonio di beni di capitale fisso delle famiglie, favorendone la sostituzione con strumenti finanziari. Nel primo semestre del 2020, la ricchezza finanziaria netta delle famiglie è aumentata di 58,8 miliardi, compensando in parte le perdite in conto capitale causate dall'andamento dei corsi azionari e obbligazionari.

TABELLA 1. Attività finanziarie delle famiglie italiane (2019-2020)

	II trim 2020			II trim 2019		
	Mld €	D% y/y	Quota %	Mld €	D% y/y	Quota %
Biglietti, monete e depositi	1.507	▲ 6,1%	34,5%	1.421	3,0%	32,9%
Obbligazioni	246	▼ -12,8%	5,6%	282	-2,1%	6,5%
Pubbliche	131	▼ -6,4%	3,0%	140	6,1%	3,2%
Emesse da IFM	44	▼ -31,3%	1,0%	64	-16,9%	1,5%
Azioni	899	▼ -3,7%	20,6%	934	-10,6%	21,6%
Quote di fondi comuni	457	▼ -2,8%	10,5%	470	-2,1%	10,9%
Ass. vita, fondi pens, TFR	1.101	▲ 5,2%	25,2%	1.047	6,9%	24,2%
Totale	4.366	▲ 0,9%	100%	4.325	-0,3%	100%

Fonte: Bollettino ABI-Dicembre 2020

GRAFICO 2. Reddito e risparmio delle famiglie italiane (2013 – 2020)



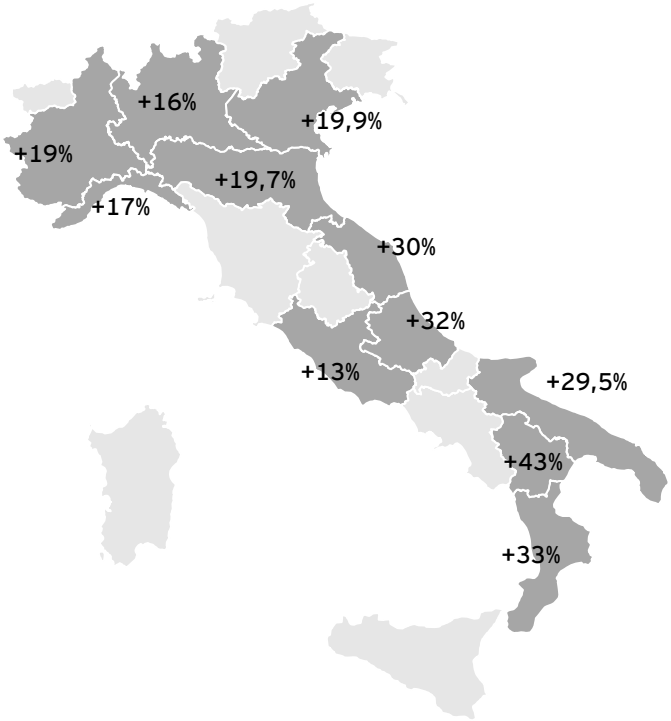
Fonte: ISTAT.

Eccesso di liquidità in Italia - Focus imprese

Evoluzione dei depositi bancari delle imprese nel 2020

Nel corso dei primi 9 mesi del 2020, **i depositi bancari delle imprese sono cresciuti del 21%, arrivando a sfiorare € 365 miliardi**. In particolare, per le imprese la variazione positiva del saldo dei depositi bancari è risultata maggiore nelle Regioni sotto evidenziate:

FIGURA 2. Crescita dei depositi bancari delle imprese (2020)



Fonte: elaborazione EY su dati de IlSole24ore

Una parte significativa dell'aumento dei depositi è tuttavia figlia dell'aumento dell'indebitamento delle imprese, a fronte dell'utilizzo degli strumenti messi a disposizione per le imprese da parte del Governo per fronteggiare gli effetti immediati della pandemia.

In questo contesto, occorre tenere presente i risultati della rilevazione effettuata dalla *task force* costituita per promuovere l'attuazione delle misure a sostegno della liquidità adottate dal Governo per far fronte all'emergenza da Covid-19, di cui fanno parte il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Ministero dello Sviluppo Economico, la Banca d'Italia, l'Associazione Bancaria Italiana, il Mediocredito Centrale e Sace.

Con riferimento all'attuazione delle misure governative relative ai Decreti Legge "Cura Italia" e "Liquidità", all'11 dicembre 2020 sono pervenute oltre 2,7 milioni di domande o comunicazioni di moratoria su prestiti per oltre € 301 miliardi, di cui si stima che, in termini di importi, circa il 95% sia già stato accolto dalle banche.

Più in dettaglio, per quanto riguarda le PMI, le richieste ai sensi dell'art. 56 del DL "Cura Italia" (quasi 1,3 milioni) hanno riguardato prestiti e linee di credito per € 155 miliardi, mentre le 62 mila adesioni alla moratoria promossa dall'ABI hanno riguardato € 18 miliardi di finanziamenti alle imprese. Si stima inoltre che le richieste di finanziamento pervenute agli intermediari ai sensi dell'art. 13 del DL "Liquidità" (Fondo di Garanzia per le PMI) siano superiori a 1,5 milioni, per un importo complessivo di finanziamenti pari a € 124 miliardi.

Una possibile evoluzione: la quotazione sull'AIM Italia

In un contesto di generale criticità dovuto al perdurare della pandemia, **gli effetti sono asimmetrici e molto diversificati a livello settoriale**, con impatti negativi più significativi, a titolo esemplificativo, nell'ambito dei trasporti e delle strutture ricettive e con settori che invece beneficeranno del nuovo scenario, come ad esempio il commercio *online* e il comparto farmaceutico.

La riduzione dei ricavi, pur a fronte di una riduzione dei costi, determinerà la necessità di contrarre nuovo debito (sebbene in parte con liquidità "di emergenza") e quindi, in ultima analisi, un **rischio di erosione del capitale**, con conseguente **necessità di ricostituzione del patrimonio aziendale**.

In questo contesto **la quotazione sul mercato AIM Italia può rappresentare una valida e concreta possibilità di risposta a sostegno della ripatrimonializzazione delle aziende**.

Una panoramica sul mercato AIM Italia

Il mercato AIM come opportunità di investimento

AIM (*Alternative Investment Market*) Italia è il mercato non regolamentato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita che intendono beneficiare delle opportunità offerte dalla quotazione su un mercato azionario.

AIM Italia presenta un processo di ammissione alla quotazione semplificato – e, quindi, più accessibile - rispetto al mercato borsistico tradizionale (MTA), in quanto specificamente indirizzato alle esigenze di *fundraising* delle PMI italiane.

Per poter far parte del listino di AIM Italia, l'azienda viene valutata da un *Nominated Advisor* (o più semplicemente Nomad), ovvero un *advisor* specializzato che accompagna la società in tutto il percorso di ammissione e di permanenza sul mercato.

AIM Italia offre:

- Percorso semplificato alla quotazione
- Requisiti minimi di accesso
- Adempimenti calibrati sulle PMI

I numeri di AIM Italia

- 137 Società per 10 settori rappresentati*
- €3,9 Mld raccolti in IPO, di cui €3,7 Mld in OPS (95%) e €0,2 Mld in OPV
- €6,2 Mld di Capitalizzazione Totale*
- 34,4% flottante medio all'IPO

TABELLA 2. Principali requisiti pre e post IPO per segmento di Borsa Italiana

Principali requisiti pre e post IPO	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10% (5 investitori istituzionali)
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Documento d'Offerta	Prospetto Informativo (Consob)	Prospetto Informativo (Consob)	Documento di ammissione (Borsa)
Capitalizzazione (€)	Min 40m	Min 40mln Max 1.000 mln	Nessun requisito
CdA (numero 'Indipendenti')	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (numero da Regolamento)	C.d.A. con 1 amministratore indipendente
Comitato Controllo Interno	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito
Principale consulente	Sponsor/Global Coordinator	Sponsor/Global Coordinator	Nomad
Specialista	Facoltativo	Obbligatorio	Obbligatorio
Dati trimestrali	Facoltativi	Obbligatori	Nessun obbligo

**Dato al 31.12.2020*
Fonte: elaborazione EY da sito Internet di Borsa Italiana

Andamento IPO AIM Italia nel 2020
Nell'anno 2020, dopo una fase di stallo nel corso del primo semestre (solo 3 nuove IPO tra gennaio e giugno), a partire dal mese di agosto le IPO su AIM hanno ripreso vigore, facendo registrare nella seconda metà dell'anno ulteriori nuovi ingressi di 17 emittenti (arrivando così a 20 IPO in totale sul 2020*).

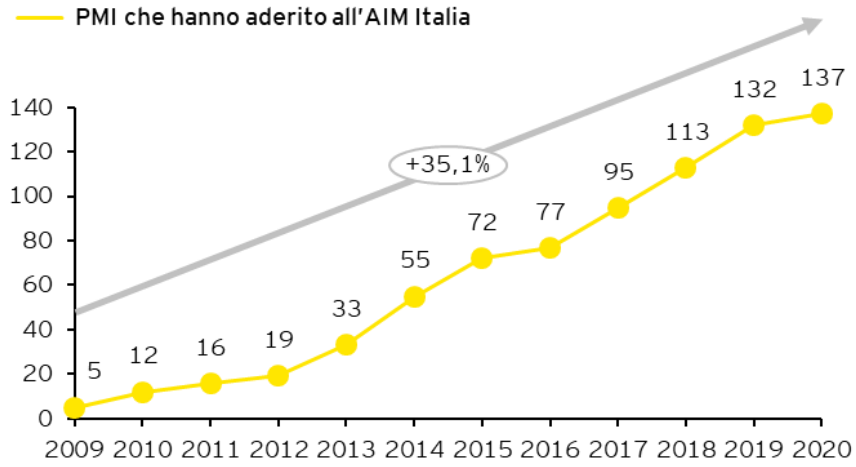
Su un orizzonte temporale decennale, il numero di emittenti sul mercato AIM Italia è cresciuto a un ritmo piuttosto costante, pari al 35,1% medio annuo.

I **3 principali requisiti** per accedere al mercato AIM Italia sono quindi:

- La presenza obbligatoria del Nomad, che deve accompagnare l'azienda in ogni fase del processo di ammissione;
- Un flottante superiore alla soglia minima del 10%, con la presenza di 5 investitori istituzionali;
- La disponibilità di almeno 1 bilancio certificato, se esistente

L'assenza dei pre-requisiti in termini di capitalizzazione minima, di formazione di un comitato di controllo interno nonché l'assenza di obbligo di reportistica su base trimestrale rappresentano un incentivo rilevante per l'accesso ai mercati dei capitali di PMI ad azionariato privato/conduzione familiare.

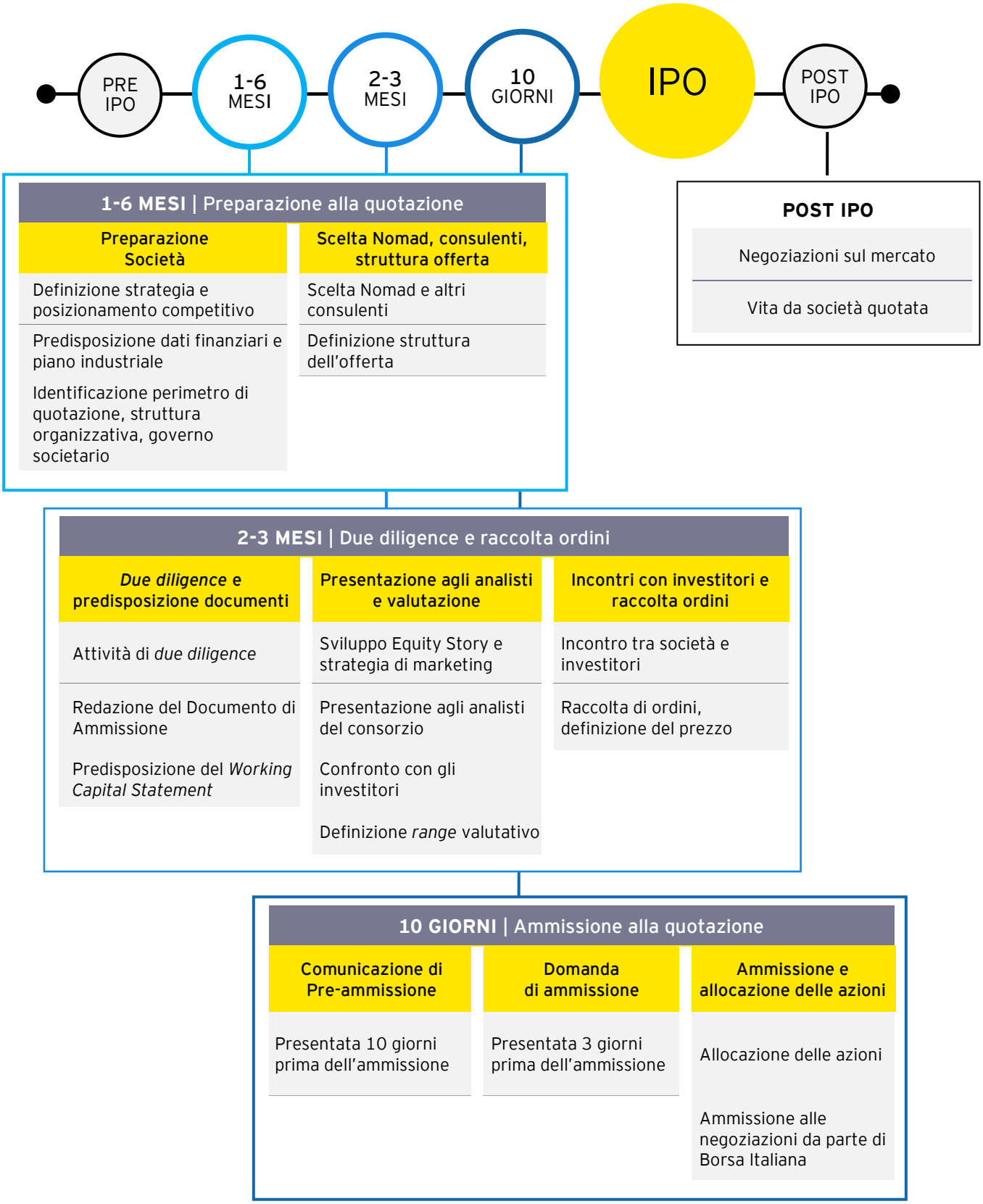
GRAFICO 3. Numero emittenti AIM Italia (2009 – 2020)



Fonte: elaborazioni EY su dati da sito internet di Borsa Italiana e altri siti specializzati

**Il numero di IPO 2020 considerato non include le IPO su AIM Italia-Segmento Professionale*

Un processo di quotazione agile



Il comparto industriale del mercato AIM in cifre

Su un totale di **137 società** attualmente quotate sul mercato AIM Italia, il **90%** circa dei soggetti emittenti (i.e. 123 società) appartiene al comparto industriale, mentre il restante 10% (i.e. 14 società) è riconducibile al settore dei servizi finanziari/assicurativi e al settore *real estate*.

Con riferimento al **comparto industriale**, illustriamo di seguito alcuni KPI rilevanti in termini di dimensionamento, marginalità e struttura finanziaria:

FIGURA 3. Principali numeri del comparto industriale AIM

123
società industriali
(90% circa di tutti gli emittenti AIM)

€6.207 mln
Market Cap spot (*)

€5.429 mln
Fatturato (LY)

€44,1 mln
Fatturato medio per emittente (LY)

30,4%
CAGR Fatturato (media Adj. L3Y) (**)

€631 mln
EBITDA (LY)

€ 5,1 mln
EBITDA medio per emittente (LY)

10,2%
EBITDA Margin (media Adj. L3Y) (**)

0,5
D/E medio (LY)

(*) Data di riferimento: 31/12/2020
(**) Per media Adj. si intende la media del campione esclusi gli estremi min. e max.
Fonte: elaborazione EY su dati S&P CapitalIQ

KPI per settore di appartenenza[3]

GRAFICO 4. N° società | #123

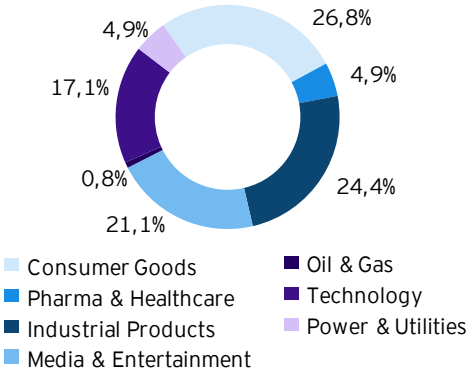


GRAFICO 5. Market Cap spot al 31/12/20 | €6.207m

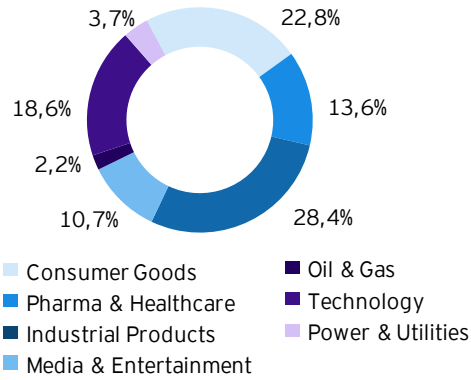


GRAFICO 6. Fatturato LY | €5.429

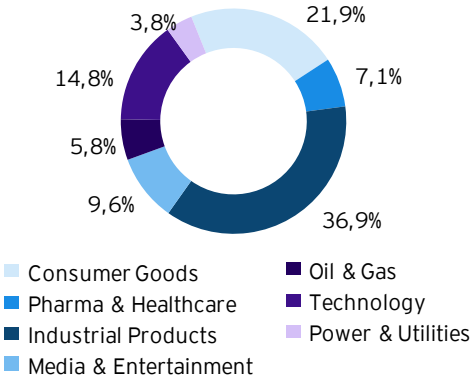


GRAFICO 7. EBITDA LY | €631m

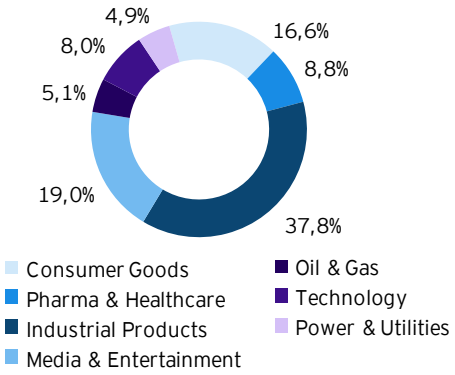


GRAFICO 8. CAGR Fatturato (media Adj. L3Y) | 30,4%

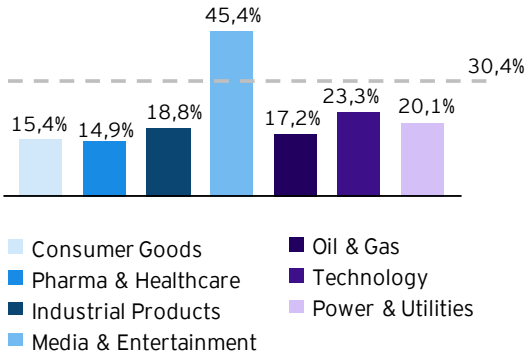
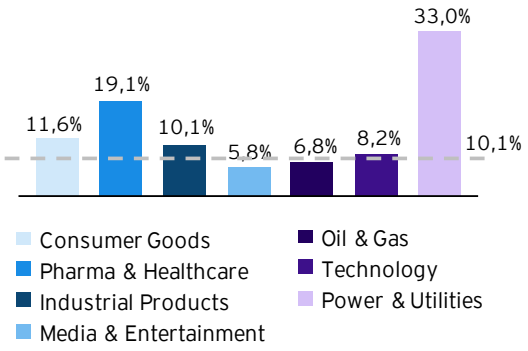


GRAFICO 9. EBITDA margin (media Adj. L3Y) | 10,1%



Fonte: elaborazione EY su dati S&P CapitalIQ

Industrial Products e **Consumer Goods** sono i segmenti di maggior rilevanza sia in termini di capitalizzazione di borsa sia di volume d'affari dell'intero mercato AIM, confermando la vocazione manifatturiera delle PMI italiane.

A livello di marginalità, emerge il segmento **Power & Utilities**, trainato dagli emittenti operanti in ambito *renewables*, seguito dal settore **Pharma & Healthcare** (*Grafico 9*).

In relazione alla crescita del fatturato, assumono maggior rilevanza i settori prevalentemente orientati allo sviluppo di soluzioni/prodotti ad alto contenuto tecnologico e a servizio di canali comunicazione tradizionali o innovativi, quali **Technology** e **Media & Entertainment.** In particolare, il CAGR dei ricavi del Media & Entertainment riflette il *ramp-up* di 2 società di recente costituzione (*Grafico 8*).

[3] *L'analisi non include le società che operano nei settori Banche/Assicurazioni e Real Estate*

Quali sono stati i settori più resilienti allo *shock* pandemico?

Al fine di individuare i settori che hanno mostrato una maggiore resilienza alla recessione economica indotta dall'esplosione della pandemia, abbiamo utilizzato un indicatore sintetico basato sulla comparazione – per i 123 emittenti AIM del comparto industriale – tra il **fatturato dell'esercizio 2019 ("LY")** ed il **fatturato degli ultimi 12 mesi ("LTM")** che incorpora i dati più recenti disponibili.

I settori che hanno mostrano uno scostamento **minimo** sono, di fatto, i settori più resilienti allo *shock* pandemico.

I settori *best-in-class* in termini di resilienza sono:

- Pharma & Healthcare
- Technology
- Power & Utilities

che presentano, rispettivamente, uno scostamento positivo dell'1,4% e due scostamenti negativi inferiori al 3% (*Grafico 10*). Abbiamo inoltre effettuato un *focus* specifico sui due macro-settori **Consumer Goods** e **Industrial Products**, al cui interno confluiscono sub-settori con volumi d'affari di primaria importanza.

All'interno del settore **Consumer Goods**, la *sub-industry* che presenta i maggiori connotati di resilienza è quella del **Food and Staples Retailing**, con una variazione positiva del 37% circa tra fatturato LY e fatturato LTM (*Grafico 11*).

All'interno del settore **Industrial Products** invece tutti i sotto-settori hanno subito uno scostamento negativo; solo il comparto **Materials** mostra uno scostamento inferiore al 3% (*Grafico 12*).

GRAFICO 10. Scostamenti Fatturato LY v.s. Fatturato LTM

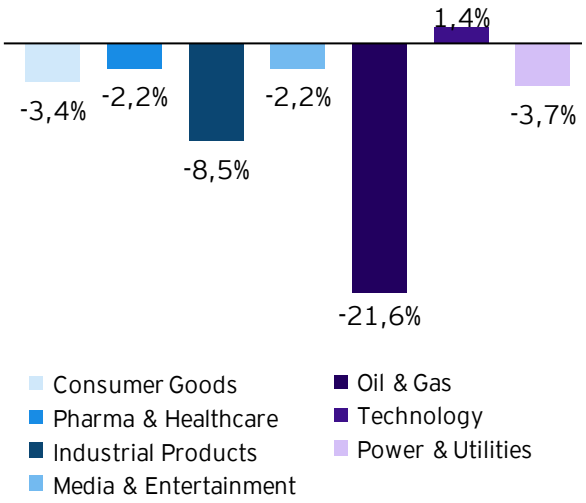


GRAFICO 11. Scostamenti Fatturato LY v.s. Fatturato LTM – focus Consumer Goods

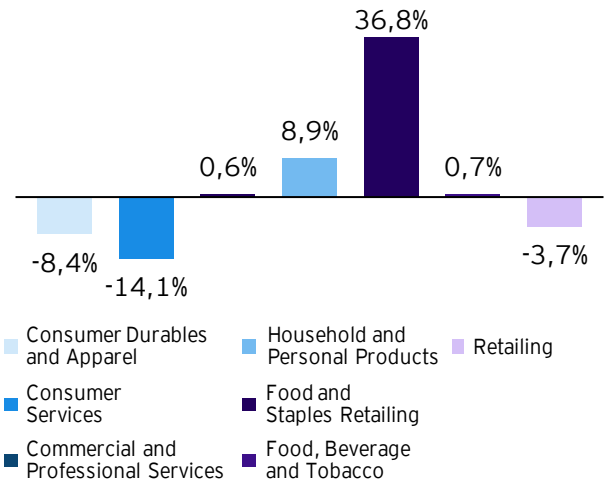
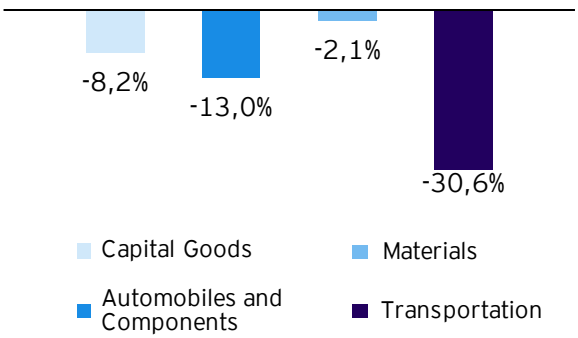


GRAFICO 12. Scostamenti Fatturato LY v.s. Fatturato LTM – focus Industrial Products



Il potenziale mercato AIM Italia

Screening e valorizzazione dei potenziali nuovi emittenti

All'interno dell'universo di **PMI industriali non quotate** abbiamo provato a configurare un **potenziale bacino di società** che, per fatturato, marginalità, tipologia di azionariato e struttura finanziaria, potrebbero rispondere all'***identikit* ideale dell'emittente per il mercato AIM Italia**.

Utilizzando una griglia di criteri di selezione calibrati sugli attuali KPI del mercato AIM, abbiamo identificato una popolazione di **circa 2.250 aziende** che potrebbero aspirare ad un IPO sul mercato alternativo di Borsa Italiana, diventando ***target* di investimento sia per risparmiatori individuali, sia per soggetti giuridici**.

Abbiamo altresì elaborato una stima preliminare del potenziale valore di collocamento dei titoli azionari relativi al campione di società enucleato, utilizzando come indicatori di riferimento i multipli mediani **EV/LTM EBITDA** su base settoriale, riferiti alle società quotate sui mercati azionari regolamentati di Borsa Italiana (S&P MIB, STAR, AIM).

In considerazione del fatto che *(i)* le società oggetto di analisi non sono quotate e, quindi, scontano un certo livello di *lack of marketability*; *(ii)* i fondamentali ultimi di riferimento (i.e. EBITDA) delle società identificate sono relativi a un contesto *ante* COVID-19 e, quindi, non fattorizzano ancora gli impatti della pandemia (diversamente dal LTM EBITDA delle *listed companies* selezionate), abbiamo reputato opportuno applicare ai multipli settoriali uno **sconto del 20%,** determinando in tal modo un *range* di potenziali valori in termini di ***Equity Value*** (i.e. valori **Max** in base all'applicazione del multiplo EV/LTM EBITDA "pieno" e valori **Min** in base all'applicazione del suddetto multiplo al netto dello sconto), da cui è possibile ricavare un'indicazione sulla potenziale raccolta di capitali a seguito dell'IPO pari a circa € 31miliardi, ovvero 5x l'attuale Mkt Cap totale.

TABELLA 3. Criteri di selezione del campione e simulazione del potenziale valore di collocamento

Criteri di selezione

- Fatturato: **da €10 mln a €100 mln**
- EBITDA *margin*: **≥ 10%**
- D/E: **≤ 1**
- Operative da **più di 3 anni**
- Azionista di riferimento: **persone fisiche**

Risultati

- N.° totale di aziende: **2.250**
- Ricavi 2019 complessivi: **€58.519 mln**
- EBITDA 2019 complessivo: **€11.144 mln**
- EBITDA % medio: **18,4%**
- CAGR Ricavi medio L3Y: **15.3%**

Range Multipli

	Min	Max
Beni di consumo	6,8x	8,5x
Pharma & Healthcare	11,5x	14,3x
Prodotti Industriali	7,2x	9,0x
Media & Entertainment	7,0x	8,8x
Oil & Gas	5,9x	7,4x
Technology	9,4x	11,7x
Power & Utilities	8,5x	10,6x

Fonte: elaborazione EY su dati AIDA

***Equity Value* complessivo**

Min	Max
€81,0 Mld	€101,3 Mld

▼

Ipotizzando un flottante medio teorico del 34% circa, la raccolta complessiva di capitale *ex* IPO dei 2.250 emittenti potenziali potrebbe aggirarsi in un intorno di

€ 31,0 Mld
(5x attuale Mkt Cap totale)

Fonte: elaborazione EY su dati S&P CapitalIQ

GRAFICO 13. Fatturato per settore | €58.519mln

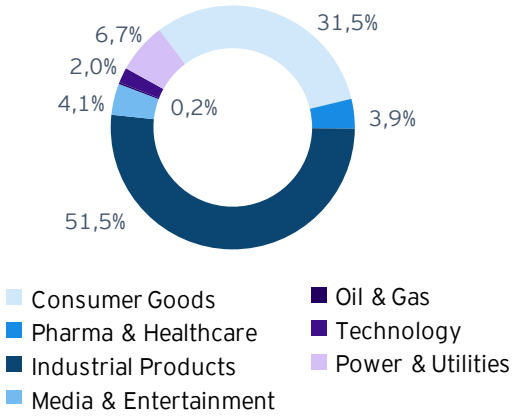


GRAFICO 14. EBITDA per settore | €11.144mln

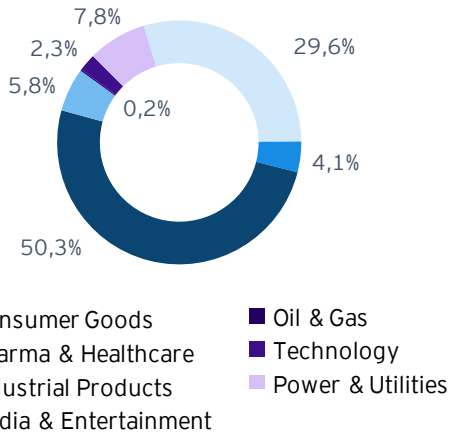


GRAFICO 15. EBITDA % medio L3Y per settore

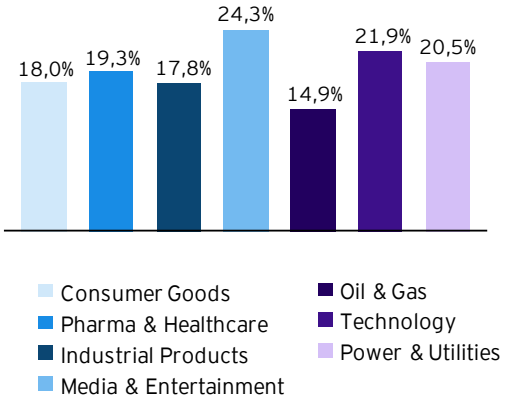


GRAFICO 16. CAGR Ricavi medio L3Y per settore

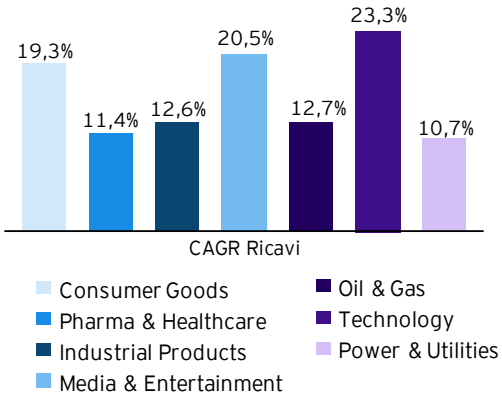


TABELLA 4. Enterprise Value - per settore

€ mln	Min	Max
Consumer Goods	22.526	28.157
Pharma & Healthcare	5.188	6.485
Industrial Products	40.318	50.398
Media & Entertainment	4.525	5.656
Oil & Gas	125	156
Technology	2.404	3.005
Power & Utilities	7.324	9.155

TABELLA 5. Equity Value - per settore

€ mln	Min	Max
Consumer Goods	21.590	27.222
Pharma & Healthcare	5.165	6.462
Industrial Products	38.925	49.005
Media & Entertainment	4.634	5.765
Oil & Gas	139	170
Technology	2.465	3.066
Power & Utilities	7.740	9.572

Fonte: elaborazione EY su dati AIDA

Dalla simulazione condotta emerge che i settori dei **prodotti industriali e dei beni di consumo**, in termini assoluti, presentano un volume di affari complessivo pari a circa € 49 miliardi, che rappresenta oltre l'80% dell'intero bacino di potenziali emittenti AIM Italia identificati (*Grafico 13*). Questo dato è in linea con la distribuzione del campione selezionato: su 2.250 società identificate, 1.935 (l'86% circa) sono riconducibili a tali macrosettori. I settori che presentano il profilo di crescita più interessante in termini di fatturato, con CAGR degli ultimi tre anni superiore al 20% (*Grafico 16*), nonché un livello di EBITDA *margin* medio superiore al 20% (*Grafico 15*), sono il **Media & Entertainment** e il **Technology**, sebbene essi – in termini di numerosità – rappresentino solo il 7% circa della popolazione (154 società). I settori con i valori di *equity value* medio unitario più elevato sono **Power & Utilities**, **Pharma & Healthcare** e **Technology**, con valori compresi tra € 60 mln ed € 113 mln.

Proposte di incentivazione fiscale per chi investe su AIM Italia

I possibili strumenti di incentivazione fiscale

Il modello di riferimento: le agevolazioni agli investimenti nelle *start-up* innovative
Uno strumento ormai consolidato nel nostro ordinamento fiscale per favorire gli investimenti a titolo di *equity* è rappresentato dal **set di incentivi fiscali** attualmente previsto per le c.d. «*start-up* innovative» o «PMI innovative».

Le misure sono state inizialmente introdotte dal DL 179/2012 per supportare tale tipologia di impresa durante il loro ciclo di vita (nascita, crescita, maturità).

Ai sensi della normativa di riferimento (DL 179/2012, art. 25, comma 2) una *start-up* innovativa è una **società di capitali**, costituita anche in forma cooperativa, che rispetti i seguenti requisiti oggettivi:

- Costituzione da meno di 5 anni;
- Sede principale degli affari in Italia o in un altro Paese dell'UE, ma con almeno una filiale o sede produttiva in Italia;
- Fatturato annuo che, a partire dal secondo anno di attività, non supera i 5 milioni;
- La società non distribuisce e non ha distribuito utili;
- Innovazione tecnologica come oggetto sociale esclusivo o prevalente;
- Non è risultato di fusione, scissione o cessione di ramo d'azienda;
- Non è quotata in un mercato regolamentato (ma può essere quotata in una piattaforma multilaterale di negoziazione, come l'AIM).

La *start-up* innovativa deve possedere, inoltre, almeno uno dei tre seguenti requisiti:

- Aver sostenuto spese in *R&D* e innovazione pari ad almeno il 15% del maggiore valore tra fatturato e costo della produzione;
- Impiegare personale altamente qualificato (almeno 1/3 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 2/3 con laurea magistrale);
- Essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

La novità recente: le agevolazioni per le PMI colpite dall'emergenza COVID-19
Il set di misure a sostegno delle *start-up* innovative è stato poi integrato dalla Legge di Bilancio 2017 e dal Decreto Legge 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. "**Decreto Rilancio**"), che ha **esteso il medesimo meccanismo agli investimenti finalizzati al rafforzamento patrimoniale delle PMI colpite dall'emergenza COVID.**

Agevolazioni a favore delle *start-up* innovative

Soggetti beneficiari delle agevolazioni fiscali
Per gli investitori – **persone fisiche e giuridiche** – che effettuano investimenti in capitale di rischio di *start-up* innovative è disponibile un incentivo all'investimento così configurato:

- Per le persone fisiche, una **detrazione dall'imposta** lorda Irpef pari al **30% dell'ammontare investito**, fino a un massimo di **€ 1.000.000**;

- Per le persone giuridiche, **deduzione dall'imponibile** IRES pari al **30% dell'ammontare investito**, fino a un massimo di **€ 1.800.000**.

La fruizione dell'incentivo è condizionata al mantenimento della partecipazione nella *start-up* innovativa (*holding period*) per un minimo di tre anni.

Investimenti agevolabili
Gli incentivi, che spettano automaticamente in sede di dichiarazione dei redditi, valgono sia in caso di **investimenti diretti** in *start-up* innovative e PMI innovative, sia in caso **di investimenti indiretti per il tramite di OICR** (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) e altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative. Sono agevolabili **sia i conferimenti in denaro effettuati in sede di costituzione della società, sia quelli effettuati in sede di aumento del capitale sociale di società già costituite**. Tra i conferimenti agevolati rientrano anche quelli derivanti dalla conversione di obbligazioni in azioni o quote di nuova emissione.

- La detrazione che in un dato periodo d'imposta non trova capienza nell'Irpef può essere utilizzata nei successivi periodi d'imposta, ma non oltre il terzo;

- L'agevolazione spetta esclusivamente ai fini delle imposte sui redditi e non opera ai fini Irap.

Limite dei € 15 milioni
- La *start-up* innovativa o la PMI innovativa ammissibile non può ricevere, complessivamente, più di € 15 milioni di investimenti fiscalmente agevolabili negli anni di vigenza del regime agevolativo;

- Questo limite è stato introdotto in conformità con la disciplina comunitaria sugli Aiuti di Stato per gli investimenti in capitale di rischio (Reg. UE 651/2014);

- In assenza di indicazioni specifiche, si ritiene che in caso di superamento di € 15 milioni l'agevolazione venga meno, limitatamente alla quota di investimento eccedente la predetta soglia.

Documentazione necessaria per la fruizione delle agevolazioni fiscali
Per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali, gli investitori (soggetti Irpef e Ires) devono ricevere dalla *start-up* innovativa e conservare:

- Una certificazione nella quale la *start-up* attesta di aver ricevuto un ammontare complessivo di conferimenti non superiore a € 15 milioni e l'entità dell'investimento effettuato nel periodo d'imposta. In caso di superamento del limite di € 15 milioni, la *start-up* innovativa certifica l'importo per il quale spetta l'agevolazione. Tale certificazione deve essere rilasciata entro 60 giorni dal conferimento ricevuto;

- Copia del piano di investimento (*Business Plan*) della *start-up* innovativa o PMI innovativa ammissibile, contenente informazioni dettagliate sull'oggetto della sua attività, sui relativi prodotti, nonché sull'andamento, previsto o attuale, delle vendite e dei profitti.

Decadenza dalle agevolazioni fiscali
L'investitore decade dall'agevolazione fiscale se, **entro tre anni dall'effettuazione dell'investimento**, si verifica: *(i)* la cessione, anche parziale, a titolo oneroso, della quota di capitale acquisita; *(ii)* la riduzione di capitale, nonché la ripartizione di riserve o altri fondi costituti con sovrapprezzi di emissione delle azioni o quote delle *start-up* innovative o delle PMI innovative ammissibili o delle società che investono prevalentemente in *start-up* innovative; *(iii)* il recesso o l'esclusione degli investitori.

Agevolazioni a favore delle PMI colpite dall'emergenza COVID-19

Soggetti beneficiari delle agevolazioni fiscali

- Per gli investitori – persone fisiche e giuridiche – che effettuano investimenti in capitale di rischio nelle **PMI (imprese con ricavi inferiori a € 50 milioni) che hanno subito una contrazione dei ricavi a causa dell'emergenza COVID** è riconosciuto una detrazione dall'imposta lorda IRPEF o IRES pari al **20% dell'ammontare investito, fino a un massimo di € 2.000.000**;

- Il beneficio spetta in relazione agli aumenti di capitale sociale (inclusa la riserva sovrapprezzo) a pagamento deliberati ed eseguiti entro il 31 dicembre 2020.

Esclusione o decadenza dalle agevolazioni fiscali

- Sono escluse dall'agevolazione le società che controllano direttamente o indirettamente la società conferitaria, sono sottoposte a comune controllo, sono collegate con la stessa ovvero sono da questa controllate. Pertanto, mentre l'investitore persona fisica potrà sempre beneficiare del credito d'imposta, anche se è già titolare di una partecipazione di controllo della società beneficiaria, in caso di socio persona giuridica l'incentivo spetta a condizione che il conferimento provenga da un socio di minoranza o da un soggetto estraneo al gruppo di controllo;

- È prevista una **decadenza dal beneficio in tutti i casi in cui il socio ceda la partecipazione riveniente dall'aumento di capitale prima del 1° gennaio 2024** o qualora, prima di tale data, vengano distribuite riserve di qualsiasi tipo da parte della società che ha beneficiato dell'aumento di capitale.

Estensione credito d'imposta alle spese di consulenza per la quotazione

- A corollario, occorre anche rilevare che la Legge di Bilancio 2021 proroga una agevolazione introdotta dalla Legge di Bilancio del 2018 relativa alle spese sostenute per la quotazione delle PMI;

- Ci si riferisce in particolare al credito d'imposta sul 50% dei costi per i servizi di consulenza complessivamente sostenuti in preparazione alla quotazione, con tetto massimo di € 500.000. L'agevolazione, che riguardava le spese sostenute fino alla fine del 2020, estende il credito di imposta alle spese sostenute fino al 31 dicembre 2021;

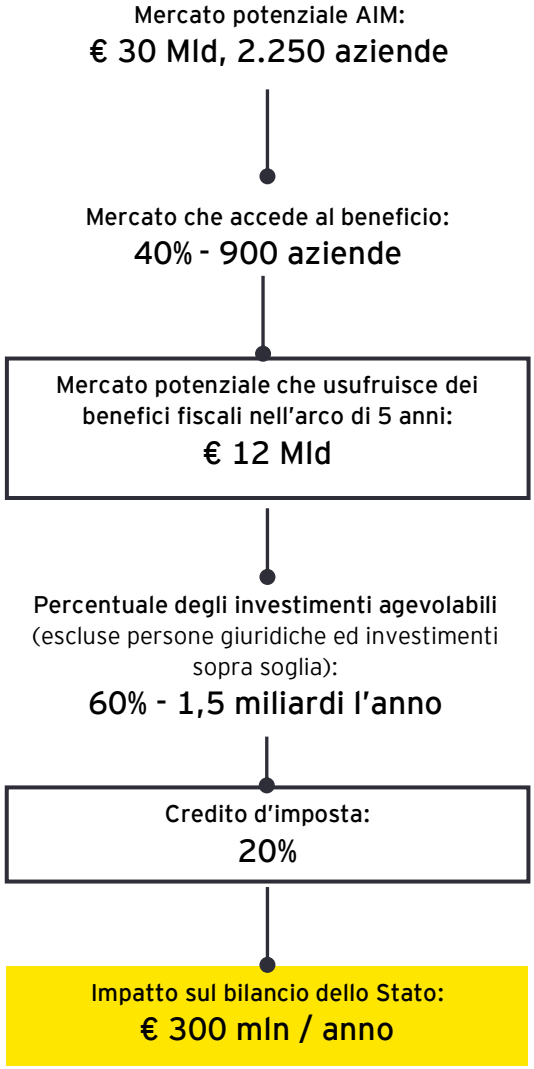
- Si stabilisce inoltre che il credito d'imposta, che decorre dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione, è riconosciuto nel limite complessivo di € 30 milioni per gli anni 2020, 2021 e 2022 (€ 20 milioni per il 2019).

La nostra proposta di agevolazione fiscale per chi investe su AIM Italia

Elementi essenziali

- Per le sole **persone fisiche**, l'introduzione di una **detrazione dall'imposta** lorda Irpef pari al **20% dell'ammontare investito**, fino a un massimo di **€ 1.000.000**;
- Agevolazioni anche per gli investimenti effettuati attraverso **OICR** che investono prevalentemente in società quotate all'AIM;
- Beneficio subordinato alla sottoscrizione di un aumento di capitale di società in sede di quotazione all'AIM o entro un certo periodo (**3/5 anni**) dalla quotazione;
- La misura può essere limitata nel tempo, per poi diventare strutturale in caso di successo;
- Beneficio subordinato al mantenimento della partecipazione per un certo lasso temporale (**2 anni**), anche al fine di evitare una reiterazione del beneficio a fronte di un'unica immissione di capitale;
- Più complicato prevedere limitazioni alla distribuzione di utili e riserve da parte della società beneficiaria. Una soluzione auspicabile potrebbe essere individuata nella sola distribuzione degli utili e non delle riserve, garantendo così la tutela degli investitori che non hanno beneficiato della detrazione;
- Previsione di un limite massimo agli investimenti agevolabili per singola società (**€ 15 milioni**).

Costo complessivo dell'intervento per il bilancio dello Stato



Dal "micro" al "macro": conclusioni

I benefici macroeconomici dello sviluppo del mercato AIM Italia

Oltre l'impiego «produttivo» della liquidità: considerazioni macroeconomiche

Una **incentivazione al mercato AIM Italia comporta benefici di sistema** che **vanno oltre i ritorni economici nel breve periodo** e si manifestano nel medio e nel lungo termine, l'orizzonte di riferimento di una **politica economica lungimirante.**

Impatto sul Sistema Italia

Maggiore efficienza e produttività

Migliore controllo e governance più efficace

Allentamento di «*financial frictions*» nei limiti al reperimento di risorse per le imprese

Riduzione dei costi di finanziamento

Aumento degli investimenti e spinta alla crescita del PIL

Una delle cause della bassa crescita italiana degli ultimi decenni è la crescita asfittica degli investimenti, anche rispetto agli altri paesi europei

Lo sviluppo dell'AIM Italia avrebbe un impatto positivo sull'aumento degli investimenti e la crescita dei CapEx (*)

Crescita di lungo periodo

Rinnovo e maggiore produttività del sistema industriale nazionale (**)

Forte nesso tra crescita del PIL e sviluppo del sistema finanziario nel lungo periodo (***)

Sviluppo di un «ecosistema» diverso per le PMI

Spinta alla crescita dimensionale delle PMI, superando uno degli ostacoli alla radice della bassa produttività

Alleggerimento della debolezza strutturale e aumento della resilienza delle PMI a seguito di forti *shock*

Rilancio del sistema produttivo anche a seguito della crisi *post* COVID-19

(*) Documentato a partire dal lavoro di Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L., 1998. Why do companies go public? An empirical analysis. The journal of finance, 53(1), 27-64

(**) In questo periodo gli investitori ricercano e prediligono i settori best-in-class in termini di resilienza, quali il settore farmaceutico (Pharma & Healthcare) e il comparto tecnologico, digitale e legato all'automazione (Technology). Dal confronto tra questi settori ed i settori maggiormente rappresentativi dell'economia italiana, rispecchiati anche nella composizione dell'AIM Italia, tra cui i settori manifatturiero (Industrial Products) e dei beni di consumo (Consumer Goods), emerge un gap strutturale.
Le risorse finanziarie addizionali a vantaggio delle imprese potrebbero trovare un efficiente impiego in una profonda review del business model dei settori manifatturiero e dei beni di consumo, che preveda stimoli a fenomeni quali digitalizzazione, automazione dei processi industriali, internazionalizzazione, ma anche managerializzazione, per contribuire a chiudere il gap strutturale e investire su un rinnovo ed una maggiore produttività del nostro sistema industriale, trasformando così la pandemia in una nuova opportunità di sviluppo e ammodernamento.

(***) Esempi nella rassegna fondamentale di Levine, R.,2005, Finance and growth: theory and evidence; Handbook of economic growth, 1, 865-934.

La stima del possibile impatto macroeconomico

Il possibile impatto macroeconomico: i moltiplicatori dell'incentivo fiscale e l'effetto sull'occupazione

I possibili ritorni economici dell'incentivazione agli investimenti sull'AIM Italia sono numerosi anche nel breve e medio periodo.

Se si assume che tali risorse vengano convogliate come **investimenti nel sistema produttivo**, la spinta alla crescita del PIL è infatti superiore alla spesa. Una vasta letteratura stima inoltre che i moltiplicatori degli investimenti siano più alti in periodi di recessione, fornendo quindi un ottimo **strumento di *policy* anticiclica**, importante nella gestione della ripresa post COVID-19[4].

Per la **stima sul PIL** sono stati utilizzati **i moltiplicatori sugli investimenti pubblici, calcolati su un *panel* di 17 paesi OCSE**[5]. Nella nostra analisi abbiamo applicato tali moltiplicatori alle risorse ipotizzate come incentivo fiscale, **pesate a livello settoriale** in base alla quota di fatturato nel mercato potenziale AIM. Il risultato si qualifica come un **«*lower bound*», poiché gli investimenti privati tendono a godere di moltiplicatori maggiori per motivi di efficienza**.

Per la **stima sull'occupazione**, abbiamo considerato **un'elasticità degli occupati (teste) rispetto al PIL di 0,7**. L'ipotesi è in linea con quanto descritto in «*BCE Bollettino economico, numero 6 / 2016 – La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi*» per l'area dell'euro. Nel nostro caso abbiamo ipotizzato un'elasticità di poco superiore a quella indicata dalla BCE, in considerazione delle regolarità storiche in Italia e della particolare congiuntura economica.

TABELLA 6. Stima degli impatti dell'incentivo fiscale sul PIL e sull'occupazione

€ mln / # occupati	Incentivo annuo	Ritorno atteso sul PIL a 1 anno	*Maggiore occupazione a 1 anno*	Ritorno atteso sul PIL nel medio termine	*Maggiore occupazione nel medio termine*
Consumer Goods	94	141		282	
Pharma & Healthcare	12	18		36	
Industrial Products	154	231		462	
Media & Entertainment	13	19		39	
Oil & Gas	1	2		3	
Technology	6	9		18	
Power & Utilities	20	30		60	
TOTALE	**300**	**450**	**4.488**	**900**	**8.977**

[4] *Si veda per esempio Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y., 2012, Fiscal multipliers in recession and expansion, in Fiscal policy after the financial crisis, University of Chicago Press.*

[5] *Abiad, A., Furceri, D. and Topalova, P., 2015,The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies, IMF Working Paper No. 15.*

Effetti fiscali e stima del costo netto dell'incentivo

Un aumento del PIL è legato all'aumento del gettito fiscale: il costo dell'incentivo netto si riduce

A parità di condizioni, l'aumento stimato del PIL a seguito degli investimenti realizzati grazie agli incentivi fiscali comporterebbe anche un **aumento del gettito fiscale**. Ciò renderebbe l'impegno economico effettivo di risorse pubbliche minore dell'ammontare dell'incentivo.

Per la stima sono state applicate le incidenze effettive medie storiche sul PIL di imposte dirette e indirette (1999-2019), dando maggior peso agli anni recenti, considerate le modifiche della normativa tributaria e delle aliquote di tassazione. Sono state prese in considerazione **solo le imposte dirette e le imposte indirette** e non anche i contributi sociali, concettualmente legati ad esborsi futuri.

Per semplicità, si prescinde da effetti di sistema dovuti alle numerose interazioni dinamiche in gioco (per esempio, l'aumento dell'occupazione potrebbe generare un ulteriore aumento dei consumi e del gettito fiscale); **si possono quindi considerare gli effetti fiscali positivi come *un lower bound* di un'analisi di impatto**.

TABELLA 7. Stima del gettito fiscale e del costo dell'incentivo

€ mln	Rientro risorse fiscali *(1 anno)*	Costo netto dell'incentivo pubblico *(a fronte di incentivi per 300 mln)*
Imposte dirette	61,4	
di cui imposte sul reddito delle persone fisiche o famiglie	51,1	
di cui imposte sui redditi o profitti di imprese	9,5	
Imposte indirette	64,5	
di cui IVA	46,1	
	125,9	**174,1**

EY | Building a better working world

EY esiste per costruire un mondo del lavoro migliore, aiutare a creare valore nel lungo termine per i clienti, le persone e la società, e costruire fiducia nei mercati finanziari.

Supportati dall'uso di dati e tecnologia, i team di EY in oltre 150 Paesi creano fiducia attraverso servizi di revisione e aiutano i clienti a crescere, trasformarsi e portare avanti il business.

Operando nel campo della revisione, consulenza, assistenza fiscale e legale, strategia e transaction i professionisti di EY si pongono le migliori domande per trovare risposte innovative alle complesse sfide che il mondo si trova oggi ad affrontare.

"EY" indica l'organizzazione globale di cui fanno parte le Member Firm di Ernst & Young Global Limited, ciascuna delle quali è un'entità legale autonoma. Ernst & Young Global Limited, una "Private Company Limited by Guarantee" di diritto inglese, non presta servizi ai clienti. Maggiori informazioni su raccolta e utilizzo dei dati da parte di EY e sui diritti individuali che ricadono sotto la legislazione sulla protezione dei dati sono disponibili su ey.com/IT/privacy. Le Member Firm di EY non prestano servizi legali dove non è consentito dalle normative locali. Per maggiori informazioni sulla nostra organizzazione visita ey.com.

© 2021 EY Advisory S.p.A.

All Rights Reserved

ED None

Questa pubblicazione contiene informazioni di sintesi ed è pertanto esclusivamente intesa a scopo orientativo; non intende essere sostitutiva di un approfondimento dettagliato o di una valutazione professionale. EYGM Limited o le altre member firm dell'organizzazione globale EY non assumono alcuna responsabilità per le perdite causate a chiunque in conseguenza di azioni od omissioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente pubblicazione. Per qualsiasi questione di carattere specifico, è opportuno consultarsi con un professionista competente della materia.

ey.com/it

Contatti

Marco Daviddi
Strategy and Transactions
Med Region Managing Partner

marco.daviddi@it.ey.com

+39 335 8225451

Renato Salsa
Strategy and Transactions
Corporate Finance Leader

renato.salsa@it.ey.com

+39 346 3836404