



Dipartimento di Impresa e Management Cattedra Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

PMI tra finanza e mercati: il Percorso Elite di Borsa Italiana come stimolo alla crescita

RELATORE

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATO

Laura Bruno

Matr. 196831

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

*A mia madre e mio padre,
che mi hanno supportata e amata in ogni momento,
permettendomi di seguire la mia strada.*

Ad Ella, una luce nel buio.

*A zia Ilaria,
sempre solare e presente nella mia vita.*

*Ad Ale,
che mi ha aiutato a salire ogni scalino
senza mai smettere di credere in me.*

Indice

	<i>Pag.</i>
<i>Introduzione</i>	6
1. La struttura del percorso Elite	7
1.1. Contesto in cui nasce Elite	7
1.2. Il network Elite	9
1.3. I requisiti di accesso a ELITE	11
1.4. Le tre fasi del programma e i requisiti di permanenza	12
1.4.1. Get Ready (training e allineamento organizzativo agli obiettivi di sviluppo)	13
1.4.2. Get Fit (coaching e implementazione dei cambiamenti)	13
1.4.3. Get Value (accesso a opportunità di business, networking e finanziamento per la crescita)	14
1.5. Le opportunità e i benefici, alcuni dati	15
1.5.1 ELITE Club Deal Platform	15
1.5.2 ELITE Connect Platform	18
2. Le potenzialità di finanziamento	20
2.1. Le operazioni di finanza straordinaria	20
2.2. Operazioni di M&A e Joint Venture	20
2.3. Operazioni di Private Equity e Venture Capital	25
2.4. IPO	27
2.5. Il processo delle IPO	30
2.6. Il collegamento tra percorso Elite e strumenti di finanza alternativa (Minibond e Basket Bond)	36
3. I mercati di sbocco e gli strumenti a disposizione delle imprese	35
3.1. I mercati finanziari italiani	35
3.2. Il mercato MTA ed il segmento STAR	38
3.3. Il mercato MOT	39
3.4. AIM Italia	40
3.5. ExtraMOT	42
3.6. Il mercato MIV	43
3.7. Le SPAC e la novità di ELITE “SPAC in CLOUD”	45

4. Un case study: BOMI Group	48
4.1. Bomi Group	48
4.2. I pilastri della crescita	50
4.3. La decisione di quotarsi e l'adeguamento manageriale	52
4.4. La quotazione su AIM Italia	53
4.5. Analisi dell'andamento dei prezzi successivo alla quotazione	54
<i>Conclusioni</i>	58
<i>Bibliografia</i>	60

Introduzione

ELITE è un progetto di Borsa Italiana dedicato alla crescita delle piccole e medie imprese (PMI). La sua nascita che risale al 2012 si colloca in un momento storico particolarmente sfavorevole per questa categoria di imprese che riscontrava notevole difficoltà nel ricorso al credito bancario a seguito della crisi dei debiti sovrani e con il diffondersi del fenomeno di *credit crunch*. Condizione quanto mai rilevante nel tessuto economico italiano, composto principalmente da PMI, dipendenti a tal punto dal canale bancario tradizionale da far sì che questo costituisca la principale fonte di finanziamento. È per questo motivo che il progetto nato dalla collaborazione di Borsa Italiana con le più note istituzioni economiche e accademiche ha un'importanza fondamentale e rappresenta un punto di forza per l'economia italiana.

Nel seguente elaborato si andrà quindi ad analizzare nel dettaglio il percorso ELITE, la sua validità come strumento per la costruzione di una solida base di crescita e l'importanza dei servizi che mette a disposizione per intraprendere diverse operazioni di finanza straordinaria.

A tale scopo nel primo capitolo si andrà in primo luogo ad approfondire il contesto storico in cui ELITE nasce, proseguendo con un'analisi delle varie fasi del percorso e dei requisiti necessari all'ingresso, per completare con una valutazione delle piattaforme e dei servizi funzionali alla creazione di valore di cui le imprese potranno usufruire dopo l'ottenimento del Certificato ELITE.

Nel secondo capitolo verranno approfondite tutte le operazioni di finanza straordinaria e gli strumenti di finanza alternativa a cui le imprese possono ricorrere in modo funzionale alla realizzazione del progetto di crescita, con un particolare focus sulle operazioni di quotazione.

A tal proposito nel terzo capitolo dopo aver definito i diversi tipi di mercati e la loro storia normativa verranno spiegate nel dettaglio le funzionalità dei mercati azionari e obbligazionari.

Nell'ultimo capitolo verrà spiegato e approfondito un *case study* su di un'impresa, Bomi Group, che ha fatto parte del percorso ELITE. Si andrà quindi ad analizzare l'adeguamento manageriale affrontato e la storia finanziaria della società, evidenziando in modo approfondito l'operazione di quotazione, l'andamento del titolo e gli effetti dell'operazione. Quest'ultimo capitolo sarà dedicato ad esempio pratico per trarre le evidenze necessarie ad una valutazione finale e globale del tema affrontato.

Capitolo I.

La struttura del percorso ELITE

1.1 Il contesto in cui nasce Elite

Le piccole e medie imprese hanno sempre avuto un ruolo fondamentale nel sistema economico europeo e soprattutto italiano, tanto da essere considerate “il cuore pulsante dell’economia nazionale” sia per numero che per l’elevata forza lavoro che assorbono.¹ Infatti, come evidenziano i dati, in Europa il tessuto economico è composto da un numero estremamente elevato di Piccole e Medie Imprese, le quali compongono il 98% delle imprese non agricole europee, occupando il 67% della forza lavoro. Sono quindi considerate essenziali per la crescita, l’innovazione, l’occupazione e l’integrazione sociale.²

Numerosi sono stati gli interventi da parte del legislatore a favore di questa categoria di imprese. Le principali ragioni di tali interventi sono da imputare alla presenza di imperfezioni nel funzionamento del mercato. Tali imperfezioni sono innanzitutto attribuibili ad asimmetrie informative, che in primo luogo generano un peggioramento nell’allocazione di risorse da parte di queste imprese che non posseggono informazioni sufficienti ed adeguate per investire, esportare ed individuare il target di consumatori. In secondo luogo tali asimmetrie influiscono anche sui rapporti tra imprese e istituzioni bancarie generando situazioni sfavorevoli per le prime che sostengono costi finanziari superiori a quelli sostenuti dalle grandi imprese. Inoltre spesso le PMI sono in posizioni di svantaggio a causa delle politiche commerciali aggressive subite da parte delle imprese di maggiori dimensioni che

¹ QuiFinanza, *La micro impresa resta il cuore dell’economia italiana*, aprile 2017

² Commissione Europea, *Le politiche dell’UE - Imprese*, novembre 2014

dominano il mercato ed hanno la possibilità di raccogliere maggiori informazioni ad un costo minore sfruttando le economie di scala dovute alla loro dimensione.³

A livello europeo la formulazione della politica comunitaria di intervento a favore della piccola e media imprenditoria iniziò solamente dopo la metà degli anni '80 ed ebbe come scopo non solo l'armonizzazione delle politiche nazionali delle PMI ma anche il sostenimento delle piccole e medie imprese che creano posti di lavoro e la promozione dell'innovazione e della ricerca a favore della competitività e dell'internazionalizzazione. La comunicazione della Commissione del 2007 ha importanza notevole rappresentando infatti una prima forte presa di posizione dell'UE in favore delle piccole e medie imprese, volta ad implementare le decisioni prese nel Consiglio Europeo di marzo 2006, che favoriva un ambiente economico e sociale non ostile alle Piccole e medie imprese che piuttosto facilitasse la nascita e la crescita di tali imprese attraverso l'applicazione del concetto "think small first" nell'elaborazione delle normative. Tale Comunicazione portò anche alla redazione di uno "Small Business Act" nel 2008, il quale formulava una lista di principi da seguire nell'elaborazione e l'attuazione di tali politiche.⁴

Con la crisi del 2008 le PMI hanno subito una brusca diminuzione sia per numero di imprese che per numero di occupati, ciò a causa della loro natura intrinseca caratterizzata da una maggiore difficoltà rispetto alle imprese di grandi dimensioni nell'assorbire imprevisti per la scarsa diversificazione e l'operatività in comparti molto spesso di nicchia. Tuttavia la causa determinante è identificabile nella loro struttura finanziaria più debole e meno capitalizzata che, combinata con la situazione bancaria di credit crunch del periodo di crisi, ha impedito alle PMI l'accesso a forme di finanziamento sia tradizionali che alternative.⁵

Nonostante ciò le Piccole e Medie imprese che sono sopravvissute ai difficili anni della crisi hanno registrato risultati notevoli nel quinquennio 2007-2012, con un tasso di crescita positivo del +12,5% ed un ROI superiore alla media.

È proprio in questo ambito che si colloca la nascita del Programma Elite del 2012, un progetto che ha come obiettivo la crescita delle piccole e medie imprese in controtendenza rispetto al contesto economico del momento, dando loro supporto attraverso servizi ad elevato valore aggiunto.⁶

³ Consiglio Nazionale delle Ricerche, *La politica per le piccole e medie imprese*, 2010, pp. 3

⁴ Consiglio Nazionale delle Ricerche, *La politica per le piccole e medie imprese*, 2010, pp. 9

⁵ Istituto Ricerche Economiche e Sociali, *Le piccole e Medie imprese al tempo della crisi*, 2011, pp. 16

⁶ Evolvere, *Programma Elite di Borsa Italiana*, <http://www.evolvere.io/it/programma-elite>

1.2 Il network Elite

Elite è una piattaforma internazionale di servizi che nasce con l'idea principale di dare supporto alle eccellenze imprenditoriali per far sì che queste realizzino i propri progetti in modo che questi si concretizzino in un percorso di crescita. La sua creazione origina dalla collaborazione tra Borsa Italiana e le più rilevanti istituzioni e organizzazioni italiane come Confindustria, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Fondo Italiano d'Investimento, l'Università Bocconi, il Fondo Strategico Italiano, l'Associazione Bancaria Italiana, Sace e Simest.⁷

ELITE è dedicato alle piccole e medie imprese italiane che dispongono di solidi modelli di business e chiare strategie di crescita e ne favorisce l'avvicinamento al capitale ed alla realtà finanziaria non soltanto attraverso operazioni di finanza straordinaria ma anche semplificando il *matching* tra gli investitori, fornitori di capitale e competenze imprenditoriali.⁸ Le società che entrano a far parte del network Elite hanno accesso a una fitta rete di servizi dedicati, con la possibilità di entrare in contatto con altre imprese eccellenti che hanno come obiettivo comune la crescita e l'internazionalizzazione, potendosi in tal modo confrontare e scambiare idee e know-how con tali imprese.⁹

Uno degli elementi di recente introduzione che ha permesso una rapida espansione di ELITE è il modello Lounge, che crea un'ampia rete di "Lounge Partner", con l'obiettivo di creare rapporti esclusivi tra i Lounge Partner e le varie imprese che fanno parte di ELITE, per fornire a queste accesso a elevate competenze e numerose opportunità, tramite classi dedicate a key clients dei Lounge Partner.¹⁰ Vale la pena evidenziare come a tutte le società ELITE sia data la possibilità di contatto con una vasta rete di Partner istituzionali tra cui società del calibro di Sace e Simest che favoriscono l'internazionalizzazione delle imprese e importanti realtà accademiche come l'università Bocconi e la London Business School. Le società ELITE hanno anche accesso ad una rete di Partner che mettono a disposizione delle società le loro competenze specifiche, tra cui le più importanti società di consulenza e revisione. Infine partecipare ad ELITE permette il contatto con numerosi investitori professionali. Nel seguente schema sono illustrati i diversi gruppi di ELITE Partner.

⁷ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

⁸ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

⁹ Borsa Italiana, *Elite, crescita e apertura del capitale*, 2016

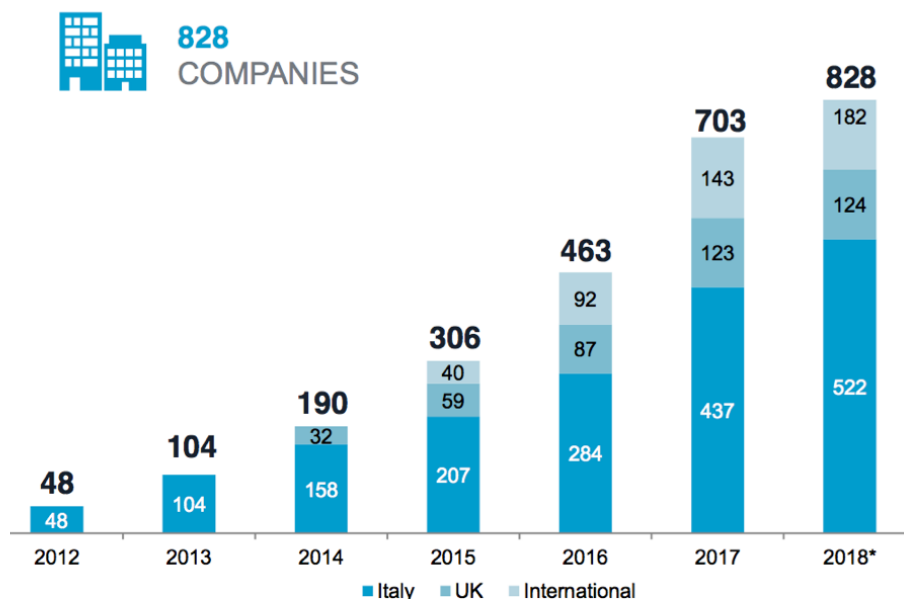
¹⁰ <https://it.elite-growth.com/it>



[Fonte: Presentazione "Elite Club Deal", Borsa Italiana, aprile 2018]

Il Progetto Elite fornisce quindi, oltre che strumenti manageriali e di governance, anche un'elevata visibilità nella comunità finanziaria.¹¹

I risultati dell'iniziativa sono da considerarsi positivi. Nel 2016 le società parte del progetto ammontavano a 389¹² ed hanno continuato ad aumentare fino a diventare 828 nell'aprile 2018¹³, con un aumento dei ricavi dai 32 miliardi di euro dell'aprile 2016¹⁴ ai più di 60 miliardi dell'aprile 2018¹⁵. Il seguente grafico mostra la crescita di Elite considerando il numero di società che ne fanno parte:



[Fonte: <https://it.elite-growth.com/it>]

¹¹ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

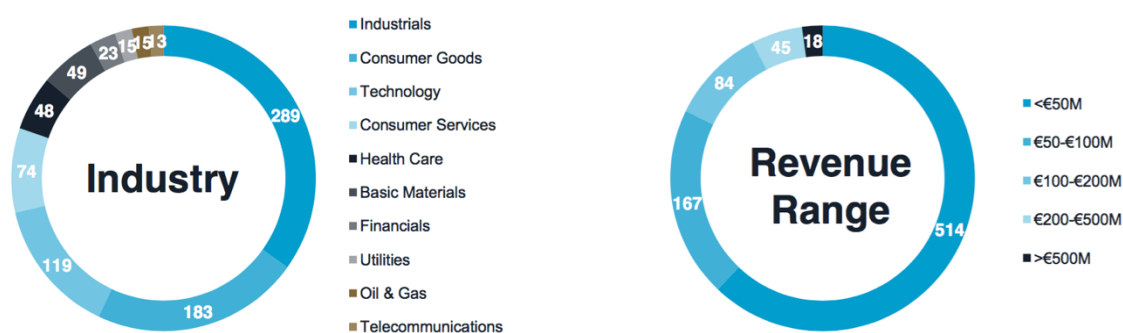
¹² Vegezzi G. su Sole24Ore, *Progetto Elite, 30 Pmi verso la quotazione*, 29 aprile 2016

¹³ Elite, *Comunicato stampa dell'11 aprile 2018*

¹⁴ Vegezzi G. su Sole24Ore, *Progetto Elite, 30 Pmi verso la quotazione*, 29 aprile 2016

¹⁵ Elite, *Comunicato stampa dell'11 aprile 2018*

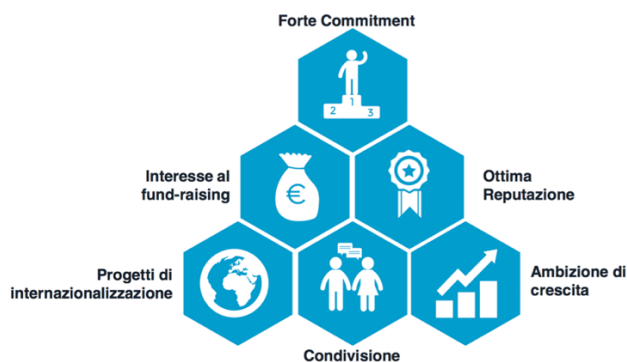
Il network di Elite è fortemente diversificato: le società che ne fanno parte provengono da più di 34 paesi¹⁶, nonostante ciò il focus del programma rimane sul territorio italiano, la quale struttura economica presenta un numero elevatissimo di piccole e medie imprese ad alto potenziale. Infatti delle 828 aziende che fanno parte del network più di 520 sono italiane e provengono da 18 diverse regioni.¹⁷ Le società operano in più di 34 settori e appartengono a diverse classi di reddito.¹⁸ “È un vanto di Elite quello di riflettere la struttura dell’economia italiana”, afferma Luca Peyrano, CEO e General Manager di ELITE.



[Fonte: <https://it.elite-growth.com/it>]

1.3 I requisiti di accesso a ELITE

Le aziende target di questo progetto sono piccole e medie imprese, italiane e non, che abbiano un modello di business stabile e delle strategie ben definite. Le imprese devono essere fortemente ambiziose, dall’ottima reputazione e propense alla condivisione. Devono inoltre essere interessate a strumenti di finanziamento e ad obiettivi di internazionalizzazione.¹⁹ Il grafico a seguire mostra uno schema dei requisiti così come sono presentati sul sito del programma.



[Fonte: <https://it.elite-growth.com/it>]

¹⁶ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

¹⁷ Elite, *Comunicato stampa dell’11 aprile 2018*

¹⁸ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

¹⁹ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

Le candidature al programma sono raccolte attraverso gli “Elite Desk”, sportelli informativi presenti nelle varie regioni italiane che hanno lo scopo di supportare le imprese nella verifica dei requisiti sufficienti per la candidatura. In alternativa le candidature possono avvenire anche tramite e-mail presentando i dovuti documenti, di cui il più rilevante è il progetto di crescita, nel quale devono essere espressi la tempistica, gli obiettivi, le risorse necessarie, e l’impatto economico-organizzativo.²⁰

Per entrare a far parte del Percorso sono richiesti anche alcuni requisiti economici di accesso:

- Un fatturato minimo di 10 mln di € (o di 5 mln di € ma con una crescita dell’ultimo anno superiore al 15%),
- Un risultato operativo almeno pari al 5% del fatturato,
- La chiusura in utile dell’ultimo bilancio.

La candidatura viene valutata prendendo in considerazione la credibilità del progetto di crescita e i requisiti economici, questi ultimi sono analizzati tenendo conto dell’andamento macroeconomico, delle caratteristiche di settore e di eventuali eventi straordinari e temporanei nella vita dell’azienda; per tale motivo non sono categorici ma rappresentano piuttosto dei punti di riferimento.²¹

Una volta ottenuto l’accesso al programma è necessario soddisfare anche dei requisiti per la permanenza al suo interno e per l’ottenimento del “Certificato Elite” che possono essere suddivisi in tre categorie: i requisiti di formazione, i requisiti di trasparenza e i requisiti di cambiamento. I medesimi saranno illustrati nel paragrafo successivo.

1.4 Le tre fasi del programma e i requisiti di permanenza

Le imprese che soddisfano i requisiti di accesso e vengono valutate idonee prendono parte al network ELITE ed iniziano un percorso di formazione vera e propria, denominato “ELITE Growth”, e strutturato in tre fasi, durante le quali le imprese selezionate dovranno soddisfare dei requisiti di permanenza menzionati nel paragrafo precedente.²² La prima categoria di requisiti riguarda la fase di formazione, infatti è richiesta la partecipazione attiva al percorso formativo. La seconda categoria di requisiti riguarda la trasparenza e pertanto richiede la redazione periodica di relazioni e la pubblicazione di commenti riguardo i risultati semestrali e annuali, nonché l’aggiornamento del “*Company Profile*”. La terza categoria di requisiti riguarda il cambiamento e prevede la redazione di un budget annuale e un piano industriale, l’implementazione di un sistema di controllo adeguato,

²⁰ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-requirements-italy>

²¹ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-requirements-italy>

²² <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

l'indicazione di un modello di governance adatto alle dimensioni e alla struttura dell'impresa, e la revisione del bilancio.²³

1.4.1 La prima fase: “Get Ready”

Elite offre alle aziende numerose opportunità per la realizzazione dei loro progetti di crescita ed innovazione. Per l'implementazione di tali progetti sono però necessari dei cambiamenti interni che favoriscano lo sviluppo.

La prima fase, denominata “Get Ready”, fornisce gli strumenti per poter affrontare l'innovazione e i mutamenti che sempre più frequentemente si compiono all'interno dei differenti settori imprenditoriali. Lo scopo principale di questa fase è *preparare* l'impresa al cambiamento con un percorso che metta in contatto gli imprenditori con manager di successo ed esperti, attraverso il confronto con i modelli amministrativi e organizzativi delle aziende leader.²⁴ Lo stimolo al cambiamento è un fattore chiave di questa fase, in cui l'organizzazione viene allineata agli obiettivi di sviluppo.²⁵ In questa fase le società partecipano ad otto giornate formative suddivise in quattro moduli e gestite dall'Academy di Borsa Italiana e dall'Università Bocconi²⁶, dove studiano ed applicano i migliori modelli di management dal punto di vista di pianificazione strategica, del controllo della gestione e della cultura aziendale, confrontandosi con la comunicazione strategica e finanziaria necessaria all'accesso alle fonti internazionali di capitale.²⁷ Il primo modulo di formazione riguarda le strategie attraverso cui si mettono in atto la crescita e l'internazionalizzazione; il secondo modulo riguarda i modelli organizzativi con un focus sulla cultura aziendale e i modelli di governance più adatti alla crescita; il terzo modulo è relativo all'impatto della crescita sul ruolo del responsabile amministrativo e sui sistemi di reporting attraverso cui avviene il controllo di gestione; il quarto ed ultimo modulo riguarda la comunicazione strategica dell'impresa e l'aspetto più pratico di reperimento delle risorse finanziarie. Le materie oggetto di formazione della prima fase verranno poi implementate nella fase successiva con il supporto di ELITE.²⁸

1.4.2 La seconda fase: “Get Fit”

Dopo aver concluso la fase formativa le imprese entrano nella successiva con un ampio bagaglio di suggerimenti e linee guida.

²³ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-requirements-italy>

²⁴ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

²⁵ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

²⁶ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

²⁷ Borsa Italiana, *Elite, crescita e apertura del capitale*, 2016

²⁸ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

La seconda fase, “Get Fit”, è una fase di “*coaching*” nel quale l’impresa è supportata da un “ELITE Team”, un team di tutor che guida e supporta la società nell’implementazione dei cambiamenti utili per sviluppare il progetto di crescita.²⁹ In questa fase vengono definiti la strategia ed il *business plan* e vengono messi in atto i sistemi per il controllo di gestione e la Corporate Governance.³⁰ L’impresa si prepara alla comunicazione finanziaria con la predisposizione di strumenti di trasparenza informativa. Attraverso un test di autovalutazione l’impresa potrà individuare le aree sulle quali lavorare per migliorarsi per adattare il proprio modello di business in modo da renderlo idoneo al progetto di crescita, con il fine di ottenere il Certificato di Qualità Elite. Tale certificato identifica infatti le imprese che si distinguono per eccellenza e che sono pronte a passare alla fase successiva.³¹

1.4.3 La terza fase: “Get Value”

Nelle prime due fasi l’impresa ha avuto la possibilità di migliorare il proprio assetto organizzativo, la propria Governance, la strategia, il marketing e la comunicazione. Saranno quindi fortemente rafforzati anche il brand e il posizionamento dal punto di vista degli investitori, dei clienti, dei fornitori e di tutti gli stakeholder. In questa terza fase, “Get Value”, il focus è sulla creazione di valore. Le imprese che hanno ottenuto il Certificato Elite godono di diversi benefici avendo la possibilità di accedere ad un ampio network internazionale composto da tre principali categorie³²:

- altre imprese Elite o da imprese quotate su mercati LSEG con cui possono crearsi opportunità di business matching che possono dare origine a diverse operazioni di finanza straordinaria;
- figure professionali e *advisor* da cui poter ottenere supporto in ogni momento;
- investitori appartenenti al sistema bancario o al Private Equity, Venture Capitalist e investitori istituzionali.

Inoltre tali imprese dispongono di una “fast track” per l’accesso a mercati capitali di debito e ad operazioni di quotazione.³³

Il programma ELITE dopo aver offerto il percorso di formazione ELITE Growth mette a disposizione, per poter sfruttare al meglio e con semplicità i benefici sopraelencati, differenti strumenti tra cui due piattaforme principali: ELITE Connect introdotta nel 2015 ed ELITE Club Deal Introdotta nel 2016.³⁴

²⁹ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

³⁰ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

³¹ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

³² <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

³³ <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

³⁴ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018



[Fonte: <https://it.elite-growth.com/it>]

1.5 Le opportunità e i benefici, alcuni dati

Dopo le tre fasi del percorso ELITE Growth le società hanno accesso a tutte le opportunità di raccolta di capitale disponibili a livello locale ed internazionale, supportate dalle due piattaforme Elite Connect ed Elite Club Deal. Attraverso queste le imprese con Certificato di Qualità ELITE possono avere facile accesso a numerosi servizi e a numerose fonti di finanziamento come Private Equity, Private Debt, Emissione di Bond ed altre; nonché un percorso semplificato per operazioni di IPO. Tutti questi argomenti verranno approfonditi nel successivo capitolo.³⁵

Fino ad inizio 2018 sono state effettuate 316 operazioni di finanza straordinaria³⁶ da parte del 35% delle società ELITE per un valore complessivo di transazioni di 4,2 miliardi di euro tra cui:

- 187 operazioni di M&A e JV che hanno visto coinvolte 97 società,
- 62 operazioni di Private Equity/Venture Capital con 50 società coinvolte,
- 33 emissioni obbligazionarie dal valore di 805 mln di euro,
- 11 IPO con una raccolta aggregata di oltre 190 mln di euro.

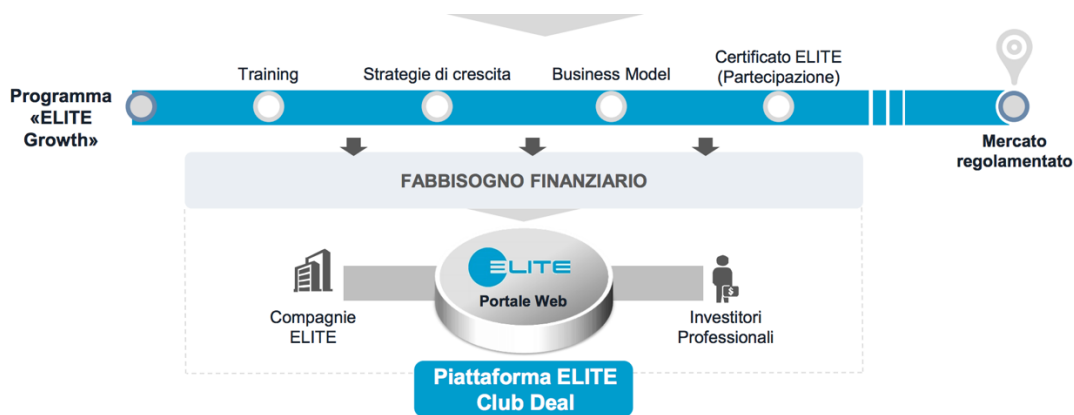
1.5.1 Elite Club Deal Platform

La piattaforma Elite Club Deal nata a fine 2016³⁷ è il principale strumento attraverso cui avviene il matching tra competenze e capitale, e mira ad accrescere l'insieme di servizi offerti da Elite. I benefici della piattaforma sono numerosi.

³⁵ <https://www.elite-clubdeal.com/#/home>

³⁶ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

³⁷ Borsa Italiana, *Nasce Elite Club Deal, la piattaforma online dedicata al private placement*, 2016



[Fonte: https://it.elite-growth.com/it_]

L'accesso alla piattaforma è semplice ed integrato in un unico ambiente in cui sono presenti i profili delle società e gli advisor che possono essere selezionati dall'impresa e che appartengono alla fitta rete di "Partner Elite".³⁸ Inoltre il processo di raccolta di capitali è fortemente semplificato attraverso l'utilizzo di documentazione societaria presentata in un formato standard che permette di rendere più snello il processo di investimento, reso rapido anche dall'interfaccia innovativa in "2-click".³⁹

Gli investitori istituzionali, il private equity e le società di venture capital hanno la possibilità di consultare i dati dell'azienda sulla piattaforma e discutere e negoziare i termini dell'accordo in condizioni di massima completezza informativa, ed alla presenza di "Agents" come broker e banche che agevolano le transazioni tra gli "investor" e le società.⁴⁰

Nello specifico, il *flusso di investimento* è articolato secondo diverse fasi; innanzitutto la società interessata ad una raccolta di capitale richiede l'accredito su ELITE Club Deal. Successivamente la società insieme ad i suoi consulenti sceglie gli strumenti finanziari attraverso cui raccogliere il capitale e organizza le informazioni base richieste dalla piattaforma, selezionando un Elite Partner tra i suoi consulenti con l'aiuto del quale caricherà sulla piattaforma l'opportunità di investimento offerta.⁴¹

Il sistema, utilizzando le informazioni di base immesse, genera un ordine anonimo ("*Blind Teaser*") che viene notificato ai possibili "*Cornerstone Investors*". Questi hanno la possibilità di valutare i dati e negoziare le condizioni dell'accordo come investitori principali, in autonomia o anche tramite degli *Agents*.⁴² La categoria dei *Cornerstone Investors* ricomprende investitori istituzionali, private equity e società di venture capital.⁴³ Tali investitori potranno manifestare il loro interesse nell'accedere

³⁸ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

³⁹ Borsa Italiana, *Nasce Elite Club Deal, la piattaforma online dedicata al private placement*, 2016

⁴⁰ Borsa Italiana, *Nasce Elite Club Deal, la piattaforma online dedicata al private placement*, 2016

⁴¹ Borsa Italiana, *Elite Club Deal Presentazione*, Aprile 2018

⁴² Borsa Italiana, *Elite Club Deal Presentazione*, Aprile 2018

⁴³ Borsa Italiana, *Nasce Elite Club Deal, la piattaforma online dedicata al private placement*, 2016

all'intero *dataset* privato della società, la quale potrà decidere di condividerlo o meno a sua discrezione.⁴⁴ Solo dopo che i Cornerstone Investors hanno negoziato i termini dell'accordo la piattaforma notifica l'opportunità di investimento ai "*Follow-on Investors*", categoria che ricomprende *family offices*, *private banking* ed altri investitori professionali che operano come investitori secondari nella transazione.⁴⁵

In una fase successiva di "*matching*" la società decide di accettare o rifiutare i vari ordini effettuati da parte della molteplicità degli investitori e passare così alla fase finale di esecuzione della transazione che può essere gestita da una Banca di *Settlement*, che ha come responsabilità principali l'emissione, la custodia ed il regolamento dei flussi di cassa e degli strumenti finanziari. La banca di Settlement è scelta dalla società che emette gli strumenti finanziari in cerca di investitori.⁴⁶

Le soluzioni di finanziamento tra cui una società può scegliere sulla piattaforma ELITE Club Deal sono quattro: le "*Single Transactions*", i "*Basket Bond*", i "*Trade Receivable Tools*" e le neonate "*SPAC in Cloud*".⁴⁷

Le "*Single Transactions*" sono operazioni che permettono di accedere a diverse forme di finanziamento attraverso strumenti di equity, di debito, strumenti di debito convertibili e CBO (*Collateralized Bond Obligation*).⁴⁸

I "*Basket bond*" sono delle operazioni che permettono emissioni obbligazionarie di sistema, strumenti finanziari alternativi che comprendono diversi strumenti obbligazionari identici per scadenza e tasso cedolare ma provenienti da diverse società ELITE. La prima operazione di questo tipo ha avuto luogo a dicembre 2017 ed ha interessato dieci imprese appartenenti al programma ELITE, gli strumenti sono stati principalmente sottoscritti dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI), e da Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Le obbligazioni emesse dalle differenti società anche per quantità diverse vengono poi interamente sottoscritte da uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) che a sua volta emette un'unica tipologia di titoli per un valore pari alla somma delle singole emissioni delle società.⁴⁹

I "*Trade Receivable Tools*" sono degli strumenti per il finanziamento dei crediti commerciali, e rappresentano una cessione pro soluto di crediti commerciali diversificati utilizzata per ridurre il capitale circolante netto e la posizione finanziaria netta.⁵⁰

⁴⁴ Borsa Italiana, *Elite Club Deal Presentazione*, Aprile 2018

⁴⁵ Borsa Italiana, *Nasce Elite Club Deal, la piattaforma online dedicata al private placement*, 2016

⁴⁶ Borsa Italiana, *Elite Club Deal Presentazione*, Aprile 2018

⁴⁷ Borsa Italiana, *Elite Club Deal Presentazione*, Aprile 2018

⁴⁸ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

⁴⁹ Borsa Italiana, *Elite Basket Bond: al via la prima emissione obbligazionaria di sistema*, dicembre 2017

⁵⁰ Borsa Italiana, *Elite Club Deal Presentazione*, Aprile 2018

Le SPAC, *Special Purpose Acquisition Company*, sono delle società veicolo caratterizzate dall'assenza di operatività che vengono costituite da un gruppo di promotori con lo scopo di raccogliere capitali attraverso una quotazione in borsa, tali capitali vengono poi impiegati per l'acquisizione di una società, definita "target", che alla fine dell'operazione verrà quotata in borsa.

Le "*SPAC in CLOUD*" sono un nuovo metodo per la quotazione che racchiude i vantaggi della piattaforma digitale per la raccolta di fondi e quelli delle classiche SPAC.⁵¹ Questo percorso, concludendosi con un IPO, è dedicato alle aziende che ricercano l'accesso al pubblico risparmio e verrà approfondito nel terzo capitolo.⁵²

1.5.2 ELITE Connect

Quando le imprese hanno tutti gli elementi manageriali e finanziari per mettere in atto il progetto di crescita presentato, dopo aver affrontato il percorso di formazione "ELITE Growth" ed aver avuto accesso alle fonti di finanziamento attraverso "ELITE Club Deal", uno strumento fondamentale risulta essere la piattaforma ELITE Connect. Attraverso tale piattaforma le imprese possono continuare a sfruttare i benefici del programma anche se hanno terminato le fasi di formazione implementazione e finanziamento.



[Fonte: https://it.elite-growth.com/it_]

ELITE Connect permette alle società di creare un profilo dedicato che permette di aumentare le possibilità di *networking*. Grazie agli incontri digitali attraverso videoconferenze, alla condivisione di documenti e calendari ed alla possibilità di consultare i tutorial settimanali le imprese sono facilitate nello svolgimento delle attività operative.⁵³ La piattaforma è dedicata sia ad aziende con capitale aperto al pubblico che possono facilmente mantenere i contatti con i propri investitori, ad investitori istituzionali che possono conoscere maggiori contenuti riguardo le aziende a cui sono interessati

⁵¹ Borsa Italiana, *Spac In Cloud Presentazione*, 2017 <https://www.elite-clubdeal.com/#/home>

⁵² <https://www.elite-clubdeal.com/#/home>

⁵³ <https://www.elite-connect.com/>

grazie ai profili dedicati, sia a broker ed altri intermediari che possono espandere la propria clientela.⁵⁴

⁵⁴ <https://www.elite-connect.com/>

Capitolo II

Le potenzialità di finanziamento

2.1 Le operazioni di finanza straordinaria

Le imprese che entrano a far parte del Programma ELITE iniziano un percorso che permette loro di sviluppare un progetto di crescita affiancati da numerose figure professionali che supportano le imprese non solo nella formazione ma anche nel mettere in atto il cambiamento necessario per la crescita. Per le diverse fattispecie che caratterizzano le aziende vengono definite differenti linee strategiche in cui si opta per una crescita organica oppure una crescita inorganica in base alle esigenze delle singole imprese. La prima prevede lo sviluppo interno attraverso il miglioramento dell'attività core e viene attuata attraverso la ricerca di fonti di finanziamento diversificate tra cui Private Equity, Venture Capital, Minibond, IPO, ecc.

La seconda prevede una crescita per linee esterne attraverso fusioni, acquisizioni e Joint Venture con il fine di trovare sinergie tra imprese dello stesso settore o per acquisire maggior controllo sulla propria linea produttiva.⁵⁵ Tutte queste possibilità che appartengono al vasto insieme di operazioni di finanza straordinaria saranno affrontate nei prossimi paragrafi.

2.2 Operazioni di M&A e Joint Venture

Le operazioni di fusione e acquisizione (Mergers & Acquisitions) possono essere di differenti tipi. Si parla di acquisizioni orizzontali quando riguardano imprese operanti nella medesima area di business, di acquisizioni verticali quando un'impresa espande il controllo sulla linea produttiva a monte (verso

⁵⁵ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

le materie prime) o a valle (verso il consumatore finale) e infine si parla di acquisizioni conglomerali quando riguardano aziende che appartengono a settori differenti e non correlati.⁵⁶ Sono numerosi i motivi per cui un'operazione di questo tipo può risultare vantaggiosa.

In primo luogo le operazioni di M&A permettono di sfruttare economie di scala riducendo i costi integrati dopo l'acquisizione. Le economie di scala sono il principale obiettivo delle acquisizioni orizzontali ma sono anche un vantaggio di quelle conglomerali che sfruttano la condivisione di servizi centrali come la gestione del personale, l'amministrazione, la pianificazione finanziaria e il controllo strategico. Le economie di integrazione verticale invece sono uno dei principali obiettivi delle acquisizioni verticali, attraverso cui le imprese cercano di ottenere il massimo controllo sul processo produttivo, facilitando il coordinamento delle diverse fasi di produzione e anche dei diversi luoghi della produzione.⁵⁷ Un altro importante beneficio sia per le operazioni orizzontali e conglomerali che per quelle verticali è rappresentato dalla combinazione di risorse complementari, in questo caso le due imprese oggetto dell'operazione condividono know-how complementari che permettono ad entrambe di integrare i propri punti di forza sfruttando quelli dell'altra impresa oggetto dell'operazione.⁵⁸

In questi termini le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano un perfetto completamento del percorso di formazione e miglioramento dell'assetto organizzativo e manageriale che offre il percorso ELITE alle sue imprese, infatti grazie alle opportunità di matching che si possono venire a creare nello stesso Network ELITE le imprese possono sfruttare l'occasione di migliorarsi agendo non solo sull'interno ma anche su canali esterni eliminando così inefficienze in termini di costi, di opportunità, di vendite e di utile⁵⁹.

Prima di mettere in atto una fusione o un'acquisizione le imprese devono valutare se effettivamente esiste un beneficio economico derivante dall'operazione, ovvero se il valore delle due imprese che operano insieme è maggiore del valore delle stesse due imprese che operano separatamente.⁶⁰ Di conseguenza tale beneficio si misura come:

$$\text{Beneficio economico} = VA_{AB} - (VA_A - VA_B) = \Delta VA_{AB}.$$

⁵⁶ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 692

⁵⁷ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 694

⁵⁸ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 695

⁵⁹ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 696

⁶⁰ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 710

Successivamente bisogna prendere in considerazione il costo dell'operazione; ipotizzando in maniera esemplificativa che l'impresa sia pagata attraverso contante e non attraverso scambio di azioni, il costo sarà pari a:

$$\text{Costo} = \text{contante} - VA_B$$

dove VA_B è il valore dell'impresa che viene acquisita. Di conseguenza il valore attuale netto dell'operazione sarà pari alla differenza tra beneficio e costo dell'operazione.⁶¹ Ovvero:

$$VAN = \Delta VA_{AB} - (\text{contante} - VA_B).$$

Nel caso in cui l'acquisizione non avvenga tramite contanti ma tramite scambio di azioni il calcolo del costo deve tenere in considerazione il valore delle azioni della nuova impresa (derivante dalla fusione) che vengono offerte agli azionisti dell'impresa venduta dall'impresa acquirente. Di conseguenza il valore attuale netto sarà pari a:

$$VAN = \Delta VA_{AB} - (N \times P_{AB} - VA_B)$$

dove N è il numero delle azioni offerte e P_{AB} è il loro valore. La differenza fondamentale rispetto all'operazione di acquisto tramite contante sta nel fatto che il valore delle azioni della nuova impresa fusa con buona probabilità cambierà dopo la fusione rispetto al prezzo di emissione; di conseguenza il costo realmente sostenuto dall'acquirente è strettamente connesso alla stima dei benefici della fusione che influenzano il prezzo.⁶² L'acquisizione tramite scambio di azioni genera un disallineamento del valore di costo pre e post operazione che è anche fortemente legato ad un meccanismo di asimmetrie informative, infatti i manager che stimano il valore delle azioni hanno maggiori informazioni che non sono disponibili al pubblico, questo spesso crea una differenza tra la stima e l'effettivo valore delle azioni post-fusione, che può andare a vantaggio o a svantaggio degli azionisti che ricevono le azioni.⁶³

In presenza di operazioni di questo tipo bisogna anche tener conto della normativa a tutela della concorrenza a livello nazionale e comunitario. Nell'Unione Europea le prime misure di limitazione delle concentrazioni a tutela della concorrenza sono state prese nel 1989, in Italia la legge a riguardo è la n.287 del 1990 che istituisce l'AGCOM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato), alla quale le operazioni di concentrazione devono essere notificate se "la somma dei fatturati nazionali delle imprese coinvolte, oppure il fatturato nazionale dell'impresa acquisita superano determinati valori che vengono rivalutati ogni anno in funzione del tasso di inflazione".⁶⁴

⁶¹ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 711

⁶² R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 714

⁶³ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 715

⁶⁴ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 716

Una volta verificato che l'acquisizione non violi nessuna delle limitazioni imposte dalla normativa si decide come far avvenire l'operazione, che può essere fatta attraverso acquisizione o attraverso fusione. La fusione può avvenire tramite incorporazione o tramite unione. Nel primo caso una società detta "incorporante" assorbe una (o più d'una) società "incorporata" che perde l'individualità giuridica. Nel secondo caso entrambe le società si fondono dando vita ad una nuova società. In entrambe le situazioni il patrimonio della società finale sarà il risultato della somma dei patrimoni delle società oggetto della fusione. Quello per incorporazione è il metodo più diffuso principalmente per motivi di praticità e solitamente avviene attraverso un aumento di capitale da parte dell'incorporante, un riacquisto di azioni proprie da parte dell'incorporata o con entrambe le operazioni. Un'alternativa a questi due tipi di fusione è l'acquisto di una parte o di tutte le azioni dell'impresa in vendita.⁶⁵ Le acquisizioni e i trasferimenti di controllo di società quotate sono soggette alla disciplina normativa sulle OPA, che ha come obiettivi "la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e l'efficienza economica nella riallocazione dei diritti di controllo".⁶⁶ Sono tre i tipi di OPA obbligatorie (Offerta Pubblica d'Acquisto) previste; l'OPA successiva totalitaria, l'OPA preventiva totalitaria e l'OPA preventiva parziale, disciplinate dagli articoli 106 e 107 del TUF.⁶⁷

Un'alternativa alle operazioni di M&A meno "radicale" può essere la creazione di una *Joint Venture*, le motivazioni di tale operazione ricadono all'incirca negli stessi ambiti che riguardavano le motivazioni che sono alla base di fusioni e acquisizioni. Infatti attraverso una *Joint Venture* le imprese possono condividere risorse complementari, gestire in modo accentrato una fase della produzione per diventare maggiormente competitive o più in generale unirsi nella collaborazione sotto molteplici punti di vista. Esattamente come nelle operazioni di cui si è in precedenza parlato prima di costituire una *Joint Venture* è necessario valutare attentamente benefici e svantaggi.⁶⁸

Le *Joint Venture* sono degli strumenti atipici di accordo tra le imprese protagoniste dell'operazione di finanza straordinaria, di conseguenza i contraenti hanno la possibilità di definire liberamente il contenuto dell'accordo. La *Joint Venture* può essere sotto forma contrattuale o sotto forma societaria, nel primo tipo vengono stipulati una serie di contratti per regolare gli accordi di collaborazione in uno o più ambiti che definiscano i compiti e i ruoli dei partner; nel secondo tipo invece viene dato luogo ad un vero e proprio soggetto giuridico per la realizzazione della collaborazione disciplinata

⁶⁵ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 717

⁶⁶ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 725

⁶⁷ artt. 106 e 107, *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria*, 1998 aggiornato con le modifiche apportate con D.lgs. n. 233 del 15 dicembre 2017, in vigore dal 28 febbraio 2018.

⁶⁸ C. Della Moretta per Sole24Ore, *I contratti di Joint Venture*, maggio 2014.

dai contratti. La Joint Venture contrattuale ha una durata limitata in cui gli accordi possono essere portati a termine, al contrario la Joint Venture societaria ha una durata potenzialmente illimitata.

Prima del ‘Joint Venture agreement’ o della costituzione della Joint Venture societaria si attraversano delle fasi di negoziazione che vengono messe per iscritto nella formazione di documenti preliminari come le lettere di intenti. Si fanno delle valutazioni preliminari circa le condizioni di mercato, le normative vigenti, il costo della forza lavoro, le condizioni praticate dagli istituti bancari nonché i vari indicatori; infine avviene lo studio della fattibilità economica dell’operazione. Quindi si prendono decisioni riguardo gli investimenti, il target di mercato, i prodotti e il capitale di cui si dispone.

Dopo tali valutazioni principali si giunge al momento dell’accordo che, mentre nella joint venture contrattuale è articolato in un processo più snello costituito dalla stipula di uno o più contratti che regolano i ruoli ed i compiti dei partner, risulta essere più complesso per quanto riguarda la joint venture societaria. La seconda è infatti costituita da un *main agreement* e da una serie di *operational agreement*. Nel primo vengono indicati gli obiettivi della nuova società, il percorso da seguire per la costituzione della stessa, eventuali clausole riguardanti la durata (se la si vuole limitare) e le modalità di risoluzione delle controversie. Negli operational agreement invece vengono definiti i rapporti ed i ruoli tra le partner e gli apporti di ciascuno in termini di diritti di proprietà intellettuale, prodotti e servizi nonché le garanzie che i partner rilasciano reciprocamente. Queste possono essere di tipo formale o di tipo sostanziale, riguardanti quindi gli impegni che le società partner mettono a disposizione (es.: macchinari).

Nel main agreement è anche previsto l’inserimento di una clausola di “non concorrenza” tra i partner che molto spesso operano nello stesso settore utilizzando tecnologie e conoscenze condivise.

Talvolta si può giungere per diverse motivazioni alla risoluzione anticipata del contratto che di solito avviene con la vendita delle azioni della joint venture da parte di uno dei partner all’altro.⁶⁹

Le società ELITE anche in questo caso possono contare sul supporto e sulla consulenza legale e manageriale della fitta rete di partner esperti che collaborano con il Programma.

⁶⁹ C. Della Moretta per Sole24Ore, *I contratti di Joint Venture*, maggio 2014.

2.3 Operazioni di Private Equity e Venture Capital

Altre operazioni a cui le imprese possono giungere dopo la partecipazione al Programma Elite sono quelle di Private Equity e Venture Capital. Ad inizio 2018 delle 316 operazioni di finanza straordinaria effettuate dalla nascita del programma e riguardanti 142 società ELITE quelle che rientrano in questa categoria ammontavano già a 62.⁷⁰

Le operazioni di private equity sono una modalità di investimento a medio-lungo termine messa in atto da parte di fondi specializzati.⁷¹ L'obiettivo è quello di finanziare tramite capitale di rischio una società che viene definita 'target'.⁷² Le società target sono imprese solitamente non quotate e ad alto potenziale di crescita e sviluppo, "high grow companies"⁷³, nelle quali gli investitori ottengono partecipazioni solitamente di maggioranza o qualificate (almeno il 20% di diritti di voto) per entrare a far parte della gestione attiva di tali società.

Ed è infatti questa la particolarità di questo tipo di finanziamento, in cui gli investitori non si limitano alla fornitura di capitale ma bensì mettono a disposizione anche le conoscenze tecniche e manageriali ed il know-how per porre effettivamente in essere una crescita ed uno sviluppo che si concretizzino in un incremento del valore della società. L'obiettivo degli investitori infatti è quello di liquidare la partecipazione dopo un intervallo temporale che varia da tre a cinque anni e realizzare un capital gain derivante da suddetto incremento di valore della società.

In base alla fase del ciclo di vita della società target possiamo distinguere le operazioni di private equity da quelle più specifiche di venture capital, che appartengono al primo gruppo ma si focalizzano su imprese in fase d'avviamento. L'operazione di venture capital rientra nella categoria dell "early stage financing" e può essere funzionale alla creazione dell'impresa o all'avviamento del processo produttivo, e si parla rispettivamente di "seed financing" e "start up financing", oppure può essere funzionale all'espansione interna o esterna od a mutamenti della compagine sociale e in questi casi si parla rispettivamente di "expansion financing" di "replacement capital" e "buyout".⁷⁴

Il Programma Elite nello specifico fornisce un servizio di elevato valore per entrambe le parti di queste operazioni: sia per le imprese che dopo il percorso formativo fanno parte di una "vetrina virtuale" di società ad elevato potenziale, consentendogli quindi di ottenere maggiore visibilità nei confronti di questo tipo di investitori; sia per gli investitori che hanno già a disposizione un campione di società "scremato", che già sono passate al vaglio di requisiti di ingresso e permanenza in ELITE.

⁷⁰ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

⁷¹ il Sole24Ore, *Private Equity*, 2017

⁷² Enciclopedia Treccani, Voce: Private Equity

⁷³ Borsa Italiana Glossario, Private Equity

⁷⁴ Enciclopedia Treccani, Voce: Private Equity

Va a tal proposito notato che Il Fondo Italiano di Investimento, uno dei più importanti fondi di private equity italiani e partecipato da Cassa Depositi e Prestiti⁷⁵, è una delle istituzioni che ha contribuito alla collaborazione per la nascita di ELITE.⁷⁶

Le operazioni di private equity seguono uno schema generale che poi varia a seconda delle imprese target ma anche delle modalità operative dello specifico fondo. Innanzitutto ciascun fondo ha a disposizione una somma da investire in iniziative diverse per differenziare il rischio, e può scegliere le imprese target in base alla sua linea d'azione, infatti come detto in precedenza i fondi possono concentrarsi su operazioni di primo livello (*early stage*), di secondo livello o di *distress* (investimento di ristrutturazione di imprese in crisi). Attraverso un comitato di investimento il fondo individua in linea generale i settori di appartenenza delle imprese in cui vorrà investire, analizzando in modo accurato il mercato, i concorrenti e altri fattori strutturali. Successivamente è selezionata una serie di società "candidate", ciascuna viene valutata in base al suo potenziale di crescita e alla capacità di generare flussi di cassa in modo stabile in futuro.⁷⁷

Per valutare il potenziale di crescita vengono accuratamente studiati i *business plan* delle società,⁷⁸ per definire il valore dell'impresa (*enterprise value*) si stimano i flussi di cassa e si attualizzano utilizzando il *discounted cash flow model*, successivamente si stima il valore attuale del valore residuo dell'impresa successivo alle previsioni esplicite dei flussi di cassa e si tiene conto di altri elementi come titoli ed immobili. All'*enterprise value* viene sottratta la posizione finanziaria netta. Il valore ottenuto poi si confronta con valori ottenuti seguendo altri criteri come quello dei multipli di mercato.⁷⁹ Infine si scelgono le società in cui investire mantenendo le partecipazioni per il periodo di tempo prefissato, intervenendo nella gestione per aumentarne il valore.⁸⁰

A questo punto se la società ha successo nella crescita l'investitore disinveste quando si è raggiunto lo sviluppo prefissato, al contrario se la società non ha successo l'investitore fa il suo *way out* quando realizza che non vi è più la possibilità di intervenire. Il disinvestimento può avvenire attraverso una quotazione sul mercato, rivendendo la partecipazione al gruppo proprietario originario, rivendendola

⁷⁵ Cassa Depositi e Prestiti, *Fondo Italiano di Investimento per le startup*

⁷⁶ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

⁷⁷ Stefano Quaglia, *Come si struttura un'operazione di private equity*, 2014

⁷⁸ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 384

⁷⁹ Stefano Quaglia, *Come si struttura un'operazione di private equity*, 2014

⁸⁰ Borsa Italiana Glossario, Private Equity

a terzi o ad un altro fondo di PE.⁸¹ La misura della performance di tali operazioni utilizza il tasso interno di rendimento (IRR).⁸²

2.4 IPO

Un altro sbocco delle imprese che prendono parte al percorso ELITE è quello delle IPO, acronimo di *Initial Public Offering*. Le IPO, definite da Borsa Italiana come lo strumento con cui avviene la creazione del flottante necessario per la quotazione⁸³, sono offerte di titoli al pubblico da parte di una società che vuole quotarsi su un mercato regolamentato o su un MTF; possono essere offerte primarie in cui vengono emesse nuove azioni per raccogliere il capitale, oppure offerte secondarie in cui vengono venduti titoli esistenti dagli azionisti.⁸⁴ Nel primo caso si parla di OPS, offerta pubblica di sottoscrizione, nel secondo caso si parla di OPV, ovvero offerta pubblica di vendita. Possono anche essere poste in essere offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita (OPSV) in cui vengono utilizzate entrambe le modalità e vengono sia emesse nuove azioni sia vendute azioni esistenti.⁸⁵

Numerose sono le ragioni che spingono un'impresa alla quotazione e i *benefici* che possono derivarne, tuttavia risultano essere rilevanti anche i rischi legati a tale operazione. La quotazione rappresenta una scelta chiave nella gestione di un'azienda, che deve essere valutata nella sua interezza.⁸⁶ Può quindi risultare molto utile alle imprese ELITE trovarsi a contatto con un team di esperti di alto livello che seguono passo per passo le aziende nel processo di avvicinamento e ingresso nei mercati di capitali.⁸⁷

Innanzitutto le imprese che decidono di quotarsi hanno la possibilità di ampliare e diversificare le fonti di finanziamento anche in vista di altre operazioni di M&A o Joint Venture⁸⁸, infatti grazie anche alle informazioni più dettagliate e più facilmente reperibili l'impresa è in grado di ridurre i costi legati all'indebitamento.⁸⁹ Inoltre con la quotazione si genera un mercato liquido per la negoziazione delle azioni della società,⁹⁰ ottenendo informazioni di prezzo sempre aggiornate che rappresentano una misura immediatamente disponibile della performance dell'impresa⁹¹. Con la

⁸¹ Enciclopedia Treccani, Voce: Private Equity

⁸² A. Saunders, M. Millon Cornet, M. Anolli, B. Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, 2014, p. 497

⁸³ Borsa Italiana, *Glossario: IPO*, 2011

⁸⁴ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 388

⁸⁵ Enciclopedia Treccani, *IPO*, 2012

⁸⁶ Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, 2001 p. 7

⁸⁷ Borsa Italiana, *Elite, crescita e apertura del capitale*, 2016

⁸⁸ Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, 2001 p. 8

⁸⁹ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 388

⁹⁰ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.228

⁹¹ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 2014, Mc Graw Hill, p. 388

quotazione migliora la reputazione e aumenta il prestigio dell'impresa che risulta essere anche più trasparente riguardo gli obiettivi e i risultati raggiunti come effetto dei requisiti obbligatori e della elevata comunicazione finanziaria che caratterizza il periodo precedente e successivo alla quotazione.⁹² I manager possono poi anche risultare maggiormente motivati in presenza di contratti basati su stock option, che creano una correlazione diretta tra il successo dell'azienda e parte della loro remunerazione.⁹³

Per quanto riguarda le *responsabilità* ed i *rischi* se ne presentano diversi in tutta la durata del processo di quotazione che di norma dura in media dai 6 ai 12 mesi.⁹⁴ Con l'inizio di tale processo è infatti necessario definire i cambiamenti organizzativi gestionali e manageriali da realizzare in vista della quotazione. Da questo punto di vista le imprese ELITE si trovano in una posizione di vantaggio per aver già affrontato un percorso di formazione alla fine del quale hanno avuto modo di implementare già una serie di cambiamenti organizzativi gestionali e di governance.⁹⁵ Una volta che l'impresa si è quotata deve tra l'altro adempiere a numerosi obblighi informativi e per evitare attività di *insider trading* deve diffondere le informazioni in modo tempestivo tenendo anche conto del fatto che il numero di portatori di interessi aumenta; i processi decisionali diventano quindi più complessi. Bisogna anche considerare che il valore del titolo può variare a causa di fasi congiunturali del mercato o azioni speculative indipendentemente dalle politiche gestionali e strategiche dell'azienda, che ad ogni modo sono comunque esposte ad elevate pressioni riguardo le performance di breve periodo.⁹⁶ Si parla anche di rischio di *takeover*, quel fenomeno che rende dopo il collocamento la quota di controllo maggiormente contendibile.⁹⁷

Oltre tutti i rischi sopraelencati l'impresa che intende quotarsi sul mercato deve anche affrontare una serie di costi che derivano dall'attività di verifica di conformità normativa della condotta dell'impresa.⁹⁸

Un processo di quotazione coinvolge numerosi soggetti specializzati che nel caso di imprese ELITE tenderanno ad essere scelti tra le numerose figure professionali e specializzate che compongono la rete di *Partner* ELITE. I soggetti coinvolti possono essere distinti in sei gruppi principali⁹⁹:

⁹² Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, 2001 p. 8

⁹³ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.228

⁹⁴ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.227

⁹⁵ Elite Growth, *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>, 2018

⁹⁶ Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, 2001 p. 9

⁹⁷ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.228

⁹⁸ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.230

⁹⁹ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.232

- Il lato dell'offerta, composto dalla società emittente e dagli azionisti venditori.
- Il lato della domanda, ovvero gli investitori; suddivisi in investitori istituzionali ed investitori retail.
- Le istituzioni del mercato, la società che gestisce il mercato e l'autorità di controllo dello stesso nonché la società che si occupa della gestione accentrata dei titoli (Montetitol s.p.a.)
- Lo sponsor; l'intermediario finanziario che assiste la società nell'intero processo di quotazione e che in molti casi svolge anche il ruolo di global coordinator ovvero la banca di investimento che si occupa di gestire i rapporti con gli advisor e di organizzare il sindacato di collocamento. È responsabile dell'esito dell'IPO e la sua attività ricomprende diverse aree di business.¹⁰⁰
- Le altre banche di investimento che fanno parte del sindacato di collocamento, la cui azione ha come scopo il collocamento delle azioni tra gli investitori.
- Il sindacato di collocamento, composto dal global coordinator e da altre banche di investimento, ha una struttura piramidale al cui vertice c'è il global coordinator e al di sotto diversi livelli composti dalle banche di investimento. La parte alta del sindacato si occupa del management, mentre la parte bassa si occupa della distribuzione in senso stretto. Al sindacato di collocamento possono essere attribuite diverse responsabilità; quando si parla di "sindacato di collocamento in senso stretto" questo dovrà occuparsi dell'operazione dallo sviluppo del marketing alla distribuzione e regolamento finali; quando si parla di "sindacato di collocamento e garanzia" le banche che lo compongono hanno anche una funzione di garanzia "sottoscrivendo l'impegno al buon fine dell'offerta", e in questo senso il comitato sopporta il rischio che non venga sottoscritta/venduta la totalità delle azioni, dovendosene accollare l'acquisto.¹⁰¹
- Gli advisor selezionati in base alle esigenze della società: Il *consulente finanziario* si occupa dello studio di fattibilità, del prospetto informativo, del budget e del business plan; La *società di revisione* si occupa della revisione dei bilanci ai fini del collocamento e per le relazioni sui bilanci, è anche responsabile delle "*comfort letter*" relative al prospetto informativo; Lo *studio legale* che supporta la società negli adempimenti legali connessi al processo di quotazione; Il *consulente di comunicazione* si occupa delle relazioni con gli investitori, educa la società alla comunicazione finanziaria e gestisce i rapporti con la stampa; Il *consulente fiscale* infine fa sì che la società ottimizzi la leva fiscale.

¹⁰⁰ Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, 2001 p. 16

¹⁰¹ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.238

2.5 Il processo dell'IPO

Prima di avviare il processo di quotazione in senso stretto la società supportata dai vari advisor deve stabilire i termini economici e tecnici dell'operazione. Innanzitutto va stabilita la dimensione che si intende dare all'operazione in base alla quantità di risorse che si vuole raccogliere e all'assetto di controllo che si vuole stabilire dopo l'offerta sul mercato. Una volta stabilita la quantità si definisce come si vuole comporre l'offerta in termini di mix OPS e OPV e anche di ripartizione tra investitori istituzionali e retail. Successivamente si sceglie il mercato e la forma del collocamento che può avvenire tramite sindacato o tramite asta, nel primo caso vi è una fase di *pricing* durante la quale con un meccanismo di *bookbuilding* si considerano tutti gli "ordini" degli investitori istituzionali raccolti con una *roadshow* e si costruisce una funzione di domanda sulla quale si basa la decisione relativa al prezzo.¹⁰²



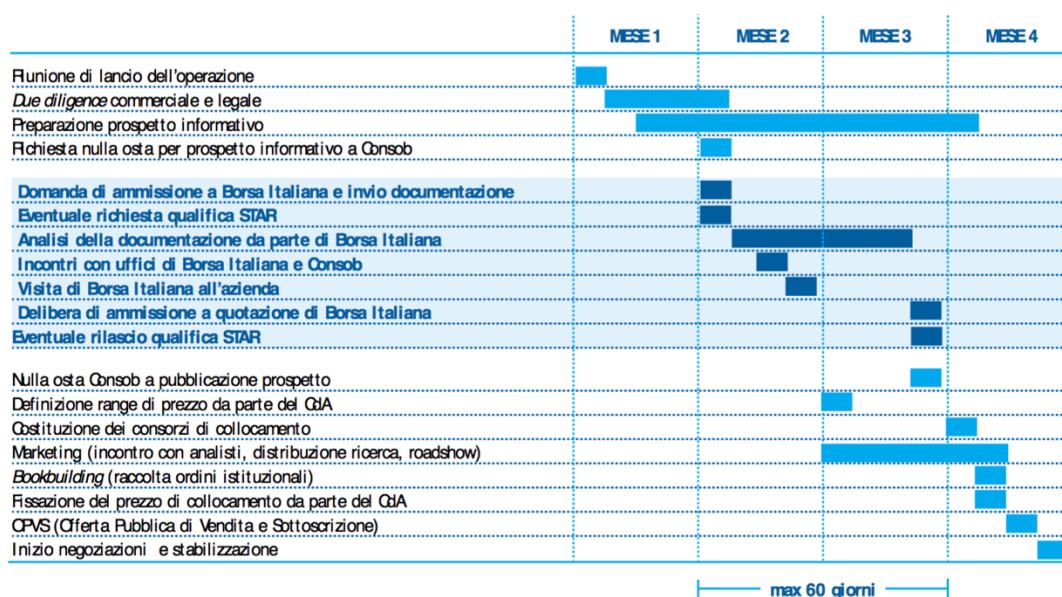
[Fonte: G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.234]

A questo punto in una prima fase preparatoria della società vengono effettuati gli adempimenti necessari riguardo aspetti giuridici e legali ma anche organizzativi e manageriali. Al completamento di questa fase sussistono tutte le condizioni per avviare il processo di IPO in senso stretto che inizia con la fase preparatoria in cui viene predisposta la documentazione necessaria ed il prospetto informativo, viene effettuata la *due diligence* necessaria e la fase si conclude con il '*filing*' ovvero la consegna alla borsa e alla CONSOB della domanda di ammissione alla quotazione e dei documenti richiesti. Si entra così nella fase esecutiva, nella quale si prepara la *equity story* che è la base di tutto il processo di valutazione e che rappresenta l'informazione fondamentale disponibile al mercato e agli investitori. Nel momento in cui l'ammissione alla quotazione viene ufficializzata dalle autorità competenti ha inizio la fase di *pricing* menzionata in precedenza in cui viene costruito il *bookbuilding*

¹⁰² G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.234

e ha luogo la comunicazione finanziaria. Il processo di pricing non è immediato ma bensì può essere visto come una serie di approssimazioni che vanno a restringere l'incertezza iniziale. Nella fase successiva di pricing e offerta vi è la fissazione del prezzo massimo e l'inizio delle negoziazioni, con la quale l'IPO potrebbe dirsi teoricamente completata, tuttavia il termine effettivo si ha con l'ultima fase si "aftermarket", il termine indica i 30 giorni successivi all'avvio delle negoziazioni in cui si cerca di mantenere stabile il prezzo. Se le condizioni del mercato rendono le azioni molto richieste le banche di investimento che si sono fatte carico del collocamento possono esercitare l'opzione di *greenshoe* che consente di acquistare e rivendere azioni aggiuntive.¹⁰³

La seguente immagine mostra la distribuzione temporale delle fasi appena descritte. Il primo gruppo rappresenta la fase preparatoria, il gruppo centrale rappresenta la fase esecutiva e il gruppo in basso rappresenta la fase di pricing e offerta.¹⁰⁴



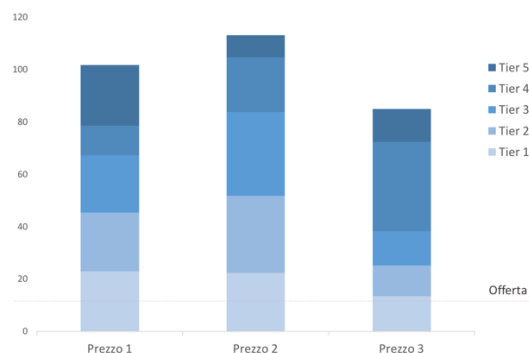
[Fonte: Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, 2001 p. 18]

Il *pricing* dell'IPO è la parte più rilevante di tutto il processo, la struttura dell'offerta ed il prezzo infatti si affinano man mano che si prosegue lungo le varie fasi. Con lo svolgersi di tali passaggi si guadagnano sempre più elementi ed informazioni che possono aiutare a stringere il range nella quale alla fine sarà scelto il prezzo di collocamento. Il punto di partenza è quello delle valutazioni preliminari in cui avviene la prima raccolta di informazioni ed elementi. Successivamente nella fase di bookbuilding, ovvero di "formazione del libro degli ordini", il global coordinator raccoglie le manifestazioni di interesse (che non hanno alcuna valenza legale) degli investitori istituzionali con

¹⁰³ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.237

¹⁰⁴ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 p.238

dettagli riguardo quantità e prezzo. Ciò fa in modo che possa essere costruita una sorta di funzione di domanda che serve in primo luogo a definire il prezzo massimo ed in secondo luogo a definire il prezzo finale di emissione. Gli ordini degli investitori a questo punto sono divisi per scaglioni di prezzo differenti e per ogni scaglione vengono distinti diversi blocchi (indicati nell'immagine con "tier 1", "tier 2" ecc.) ognuno dei quali identifica una categoria di investitori in senso di qualità valutata in termini di stabilità di scelte di investimento e forza della relazione con la clientela.



[Fonte: G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007]

Il prezzo scelto deve essere abbastanza equilibrato da soddisfare il *trade-off* tra la volontà degli investitori che cercano un prezzo più basso possibile e quella degli emittenti che cercano di collocare l'azione al prezzo più alto possibile. Dovrebbe poi essere idealmente tale da far emergere un ragionevole underpricing, ovvero un lieve aumento del prezzo dopo il collocamento che rappresenterebbe una sorta di premio per i sottoscrittori che in modo più rischioso hanno acquistato le azioni per primi senza aspettare che avvenissero le negoziazioni, allo stesso tempo però l'aumento di prezzo non dovrebbe essere tale da far trasparire un'alta volatilità che potrebbe far percepire un alto rischio.¹⁰⁵

2.6 Il collegamento tra percorso ELITE e strumenti di finanza alternativa

Le imprese che partecipano al programma ELITE oltre ad avere accesso a tutte le operazioni di finanza straordinaria più comuni hanno la possibilità di ricorrere ad una serie di strumenti introdotti di recente che rientrano nella categoria di finanza alternativa come Minibond, Basket Bond e operazioni di SPAC in Cloud di cui si parlerà nel capitolo successivo.

I minibond rappresentano un innovativo strumento di finanziamento perché consentono alle società non quotate di reperire fondi dagli investitori che desiderano credere nei loro progetti, con modalità

¹⁰⁵ G. Forestieri, *Corporate & Investment Banking*, 2007 pp.245, 246, 247

di emissione meno complesse e meno costose. L'emissione di questi strumenti finanziari è resa possibile con il Decreto Legge n. 83 del 2012 ("Decreto sviluppo") e le successive integrazioni. Vengono definiti da Borsa Italiana come "obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di *refinancing*."

I minibond possono essere emessi da imprese italiane non quotate che non siano banche o microimprese con fatturato superiore a 2 milioni ma inferiore a 50 mln con un organico di almeno 10 dipendenti, e anche se possono essere emessi da aziende di dimensioni maggiori sono particolarmente utili alle PMI, in particolare sono strumenti destinati ad imprese sane con buone performance e precisi progetti di crescita. Risultano essere quindi particolarmente adatti alle imprese con Certificato ELITE. L'ultimo bilancio dell'emittente deve essere stato sottoposto a revisione contabile e l'impresa dovrà essere assistita da uno sponsor che può essere una banca, un'impresa di investimento, una SGR, una società di gestione armonizzata, una SICAV o altri intermediari finanziari iscritti all'elenco previsto. Possono essere sottoscritti da investitori istituzionali e soggetti qualificati come banche, SICAV, SGR, imprese di investimento ed intermediari finanziari che rientrano nell'elenco dell'articolo 107 del Testo Unico Bancario.

I costi di emissione sono molto bassi e i minibond possono anche essere quotati e valutati in termini di rating. Le componenti che vanno a formare i costi del finanziamento sono: il tasso di interesse che varia in base ai tassi di mercato ed al rating dell'emittente; i costi legali che non sono periodici ma una tantum e ricomprendono ad esempio quelli derivanti dalla stipula del contratto di sottoscrizione, dalla redazione del documento di ammissione in caso di quotazione su ExtraMOT ed altri. Poi ci sono i costi che derivano dal business plan, dai report periodici, dalle tasse di collocamento, ecc.¹⁰⁶

Questi strumenti rappresentano un modo utile per diversificare le fonti di finanziamento e avvicinarsi ai mercati in vista di una futura operazione di IPO. Non è raro che le emissioni di minibond siano anche fatte precedentemente all'ingresso nel Programma ELITE.¹⁰⁷ Un esempio di impresa che ha intrapreso un percorso di questo tipo è MyChoice, una società produttrice di borse che come strategia finanziaria ha optato per l'emissione di Minibond per poi puntare ad una quotazione nel medio termine.¹⁰⁸

Numerosi sono i vantaggi di cui le PMI possono vantare, infatti l'emissione porta elevata visibilità sia sui mercati che tra i media oltre che un aumento qualitativo delle proprie credenziali nei confronti

¹⁰⁶ Borsa Italiana, *Minibond, cosa sono e come sono disciplinati*, 2017

¹⁰⁷ M. Cellino su Il Sole 24 Ore, *La nuova primavera dei minibond ed un futuro ancora da costruire con i PIR*, febbraio 2018

¹⁰⁸ V. Viola su Il Sole 24 Ore, *Al sud aumentano le emissioni di Minibond*, marzo 2018

dei clienti, dei fornitori e della comunità finanziaria. Anche gli investitori hanno a disposizione una nuova classe di asset con elevata semplicità gestionale.

Il *Basket Bond* è un meccanismo che prevede l'emissione di ABS (*Asset Backed Securities*) garantito da un insieme di obbligazioni di diverse società ELITE.¹⁰⁹ Vengono emessi titoli da parte di più società del programma (la prima operazione di questo tipo ha coinvolto dieci società) le cui caratteristiche coincidono per durata e tasso di interesse, le obbligazioni vengono poi interamente sottoscritte da uno Special Purpose Vehicle (SPV) che emette una sola tipologia di titoli per un valore totale pari alla somma delle singole emissioni delle società. Ha una duplice utilità perché permette agli investitori di investire in un'obbligazione fortemente diversificata e consente alle imprese di dare una spinta alla crescita attraverso uno strumento che appartiene alla categoria "*alternative financing*" che secondo Fabio Gallia, Amministratore Delegato di Cassa Depositi e Prestiti, "contribuisce a diffondere tra gli imprenditori italiani un cambio di mentalità: aprirsi agli investitori istituzionali".¹¹⁰

Oltre a soddisfare i bisogni di finanziamento di medio lungo termine questo strumento consente di avere "una struttura di finanziamento sistemica e standardizzata, per società appartenenti a diversi settori produttivi e diverse per dimensione" sperimentando il meccanismo innovativo che appaga i desideri di investimento in PMI degli investitori istituzionali, che hanno la possibilità di investire nel portafoglio già diversificato di imprese ELITE. Il meccanismo beneficia di una garanzia mutualistica del credito finanziata dagli investitori sotto forma di *cash collateral*. Nell'emissione gli investitori principali (*anchor investors*) sono Cassa Depositi e Prestiti e Banca Europea degli Investimenti.¹¹¹

¹⁰⁹ Cassa Depositi e Prestiti, *ELITE Basket Bond*, 2018

¹¹⁰ M. Monti, Pmi e Finanza, il Basket Bond raddoppia, Gennaio 2018

¹¹¹ Cassa Depositi e Prestiti, *ELITE Basket Bond*, 2018

Capitolo III

I mercati di sbocco e gli strumenti a disposizione delle imprese

3.1 I mercati finanziari italiani

Le società che dopo la fase preparatoria di formazione offerta da ELITE decidono di intraprendere il percorso di IPO descritto nel capitolo precedente hanno diverse possibilità di scelta per quanto riguarda il mercato di quotazione.

Il termine mercato è tradizionalmente utilizzato per indicare l'istituzione, che permette l'incontro di differenti soggetti con lo scopo di concludere contrattazioni coerentemente con determinati principi. In Italia, la prima regolamentazione organica riguardo i mercati e la Borsa fa riferimento alla legge n. 272 del 1913, che insieme alle integrazioni successive, definì un quadro normativo a riguardo. Tale quadro rimase sostanzialmente immutato fino al 1974, quando, con la legge n. 216 venne avviata una riforma volta a dare all'allocazione del risparmio un ruolo centrale nella disciplina dei mercati mobiliari, promuovendo la fiducia dei risparmiatori nell'investimento sui mercati azionari anche tramite l'istituzione di un'autorità preposta alla vigilanza, la CONSOB.¹¹²

Tuttavia, né questa riforma né le successive riuscirono a modificare l'accezione di mercato come "istituzione pubblica" a configurazione monopolistica, che era l'unica ad essere considerata adeguata alla tutela degli investitori e dei mercati.¹¹³

¹¹² F. Capriglione, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2015, pp. 640-642

¹¹³ F. Capriglione, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2015, p. 646

L'obbligo di concentrazione degli scambi fu abrogato soltanto con il decreto Eurosim del 1996 con il quale venivano recepite le direttive nn. 93/22/CEE e 93/6/CEE che davano esecuzione al principio secondo cui "il mercato è un'impresa privata operante in regime di concorrenza". Tale decreto suddivideva i mercati in "regolamentati" e "non regolamentati"; i primi "soggetti ad autorizzazione nonché a specifica disciplina di vigilanza, dotati di passaporto europeo" ed i secondi "sottoposti a più blanda disciplina e a ridotti poteri di intervento delle autorità ma non beneficianti del mutuo riconoscimento".¹¹⁴

Con il d.lgs. n. 164 del 2007 che recepiva la prima direttiva MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) tale ripartizione dei mercati finanziari venne superata per introdurre una più precisa disciplina riguardo le piattaforme di negoziazione che tutt'ora distingue tre differenti tipologie di mercato: i mercati regolamentati, gli MTF (Multilateral Trading Facilities) e gli internalizzatori sistematici.¹¹⁵

I mercati regolamentati sono definiti dall'art. 1 w-ter) del T.U.F come "sistemi multilaterali amministrati e/o gestiti da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue *regole non discrezionali*, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue *regole* e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III".

Gli ordini di acquisto e vendita immessi nel sistema di negoziazione si compensano con quelli di segno opposto senza che si interponga il gestore del mercato, ed è per tale motivo che si definisce sistema "multilaterale" di negoziazione. Un elemento fondamentale è rappresentato dalla regolarità di funzionamento del mercato, secondo cui devono essere stabilite le modalità di fissazione del prezzo e di trasferimento del bene.

La gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari è esercitata da società per azioni e viene autorizzata dalla Consob, che iscrive i mercati autorizzati in un apposito elenco. L'assemblea ordinaria della società che gestisce il mercato delibera un regolamento nella quale sono disciplinate le condizioni di ammissione esclusione e sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari, le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi, i tipi di contratti ammessi e i relativi quantitativi minimi di negoziazione. I mercati regolamentati devono rispettare obblighi di trasparenza mettendo a disposizione degli investitori un ampio numero di informazioni.¹¹⁶

¹¹⁴ F. Capriglione, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2015, pp. 648-649

¹¹⁵ F. Capriglione, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2015, p.651

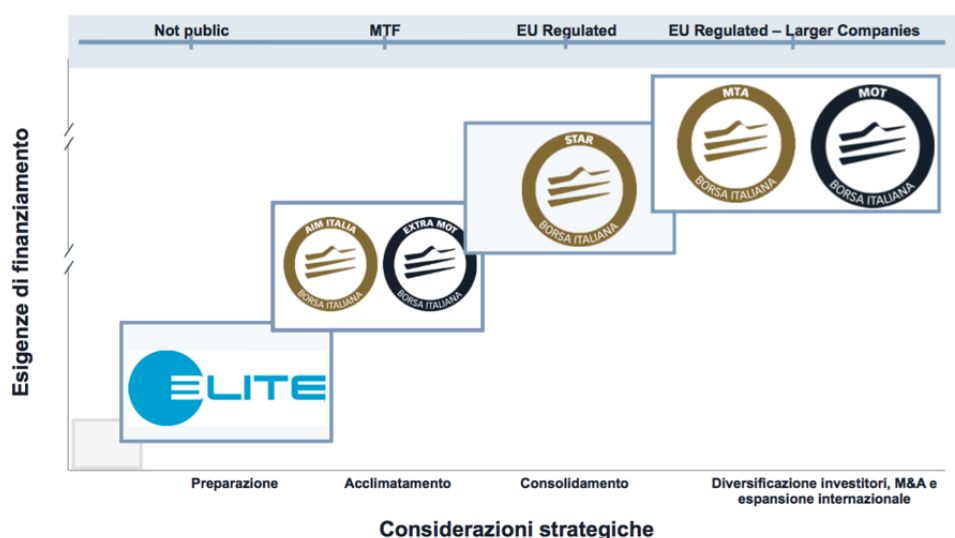
¹¹⁶ Borsa Italiana, *Glossario: "Mercato Regolamentato"*, 2011

I mercati regolamentati autorizzati gestiti da Borsa Italiana s.p.a sono MTA, ETF e ETFplus, MOT, MIV e IDEM. MTS s.p.a. gestisce il mercato MTS. I mercati MTA, MIV e MOT saranno approfonditi nei paragrafi successivi; sui mercati MTS vengono negoziati titoli di stato all'ingrosso; sui mercati ETF e IDEM vengono negoziati strumenti finanziari derivati.¹¹⁷

Gli MTF, sono sistemi multilaterali di negoziazione che possono essere gestiti da un'impresa di investimento o da un gestore di mercato e che "consentono al loro interno l'incontro di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in base a regole non discrezionali".¹¹⁸

Possono quindi essere gestiti anche da SIM o Banche di investimento purché sia presente specifica autorizzazione. Gli MTF autorizzati gestiti da Borsa Italiana sono il SeDeX su cui vengono negoziati *Securities Derivatives*, i mercati AIM e ExtraMOT che saranno trattati nei successivi paragrafi.

Gli internalizzatori sistematici sono intermediari che in modo organizzato frequente e sistematico negoziano per conto proprio al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Questa terza modalità di negoziazione rientra nella definizione di sistema bilaterale perché l'unico intermediario che si pone come controparte in tutti gli scambi è l'internalizzatore. Nei seguenti paragrafi verranno approfonditi nello specifico i mercati dedicati alle azioni ed alle obbligazioni delle piccole e medie imprese facendo una distinzione tra mercati regolamentati e MTF.



[Fonte: Presentazione "PMI e mercato dei capitali, Focus su AIM Italia" a cura di Barbara Lunghi, 2014]

¹¹⁷ Borsa Italiana, *Glossario: "Mercato Regolamentato"*, 2011

¹¹⁸ A. Saunders, M. Cornett, M. Anolli, B. Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, 2014, p.209

3.2 Il mercato MTA ed il segmento STAR

Il mercato MTA appartiene alla categoria dei mercati regolamentati e gli strumenti finanziari oggetto delle negoziazioni possono essere azioni, obbligazioni convertibili, diritti d'opzione, warrant e quote di OICR. Le azioni devono essere liberamente trasferibili e idonee alla liquidazione. Le società che intendono portare avanti un'operazione di IPO su questo mercato devono rispettare dei requisiti formali: gli ultimi tre bilanci devono essere certificati e redatti secondo i principi contabili internazionali, la società deve avere una capitalizzazione di mercato pari o superiore a 40 € milioni e il flottante offerto al pubblico deve essere pari al 25% del capitale. Tale percentuale non deve includere le azioni di controllo, vincolate da patti parasociali e soggette a vincoli di trasferibilità di durata superiore a sei mesi, o di partecipazioni superiori al 2%.¹¹⁹ Il mercato è suddiviso in tre classi di titoli che seguono i criteri dell'indice FTSE, MTA Small Cap, MTA Mid Cap e MTA Large Cap. A questi si aggiungono MTA Blue Chip per le società con capitalizzazione superiore ad un miliardo ed MTA STAR, il "Segmento dei Titoli con Alti Requisiti". Per quest'ultimo infatti i requisiti e la disciplina in materia informativa, di trasparenza, di liquidità e di corporate governance è più restrittiva. Il segmento STAR è dedicato alle medie imprese che hanno una capitalizzazione di mercato tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro che rispettano i requisiti di eccellenza. Le società che vogliono quotarsi su MTA STAR devono offrire al pubblico il 35% del capitale calcolato utilizzando i criteri precedentemente elencati. È inoltre obbligatoria la presenza dello *specialist*, un intermediario che si impegna a garantire la liquidità dei titoli azionari in modo da generare uno spread tra i prezzi di acquisto e vendita che non sia superiore ad una percentuale prestabilita, tra i suoi compiti rientra anche quello di svolgere analisi finanziarie (almeno due l'anno) riguardo la società emittente, ed ulteriori analisi in occasione delle pubblicazioni trimestrali dei dati e di particolari eventi della vita delle società. In fase di quotazione è anche richiesta la presenza di uno *sponsor* che, in contatto con il gestore del mercato svolga una funzione di controllo.¹²⁰

Riguardo la trasparenza e la tempestiva comunicazione, le società appartenenti al segmento STAR devono rendere disponibili le informazioni economico finanziarie anche in lingua inglese, fornendo la relazione semestrale entro 75 giorni dalla chiusura del semestre e il bilancio entro novanta giorni dalla chiusura dell'esercizio. Dal punto di vista della governance aziendale in consiglio di amministrazione devono essere presenti comitati interni e gli amministratori devono rispettare requisiti di indipendenza, gli amministratori esecutivi devono avere una remunerazione incentivante.

¹¹⁹ A. Saunders, M. Cornett, M. Anolli, B. Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, 2014, p. 212

¹²⁰ A. Saunders, M. Cornett, M. Anolli, B. Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, 2014, p. 213

Il processo di negoziazione su MTA avviene attraverso due modalità, l'asta a chiamata e l'asta continua. Nell'asta a chiamata le negoziazioni sono effettuate solo nella fase di chiamata ad intervalli di tempo prestabiliti, dando luogo ad un solo prezzo per ogni titolo. Nell'asta continua le negoziazioni avvengono durante tutto l'intervallo in cui il mercato è aperto e generano più di un prezzo ciascuno relativo ad una transazione. In base alle loro caratteristiche si distinguono gli ordini a prezzo limitato in cui l'investitore stabilisce il prezzo minimo o massimo (rispettivamente in caso di vendita o acquisto) alla quale la transazione può essere eseguita, e gli ordini senza limiti di prezzo in cui la transazione avviene al prezzo d'apertura che si genera nella prima fase di negoziazione. Le negoziazioni sono infatti organizzate e suddivise in diverse fasi. La prima fase è costituita *dall'asta di apertura* che a sua volta è composta da una "presta" nella quale viene determinato il prezzo teorico d'asta d'apertura, un momento di "validazione" in cui il prezzo teorico viene validato e infine vi è un momento di "apertura" nel quale avvengono le negoziazioni. Successivamente vi sono una fase di *negoziazione continua* e una fase di *asta di chiusura*. I differenti operatori concludono le transazioni attraverso l'inserimento nel sistema di *proposte di negoziazione*, che sono il mezzo di trasmissione delle "intenzioni negoziali degli operatori". A tali proposte possono essere associati dei vincoli riguardo la quantità (ad esempio riguardo l'esecuzione dell'ordine rispetto l'intero quantitativo immesso o anche solo parzialmente). Le proposte di negoziazione riportano caratteristiche di prezzo e quantità e altre caratteristiche relative allo strumento finanziario, vengono poi ordinate prima in base ad un criterio di *price priority* a partire dal prezzo più alto in acquisto e dal prezzo più alto di vendita e poi a parità di prezzo si segue il criterio di *time priority*. Le proposte di negoziazione valide alla chiusura sono trasferite alle negoziazioni del giorno successivo ¹²¹

3.3 MOT

Il MOT (*Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di stato*) è l'unico mercato obbligazionario che ricade nella categoria dei mercati regolamentati, ed è dedicato al segmento retail; ha infatti come scopo principale quello di facilitare l'accesso degli investitori privati ai mercati obbligazionari. In base al sistema di liquidazione utilizzato si distinguono due sezioni che compongono tale mercato; DomesticMOT ed EuroMOT, sulla prima vengono negoziati titoli di stato italiani ed altri titoli di debito diversi dalle obbligazioni convertibili e viene utilizzato il sistema di liquidazione nazionale che fa capo a MonteTitoli s.p.a., nella seconda sezione vengono invece negoziati titoli di stato esteri, sovranazionali ed Eurobond liquidati con la piattaforma Target2.

¹²¹ A. Saunders, M. Cornett, M. Anolli, B. Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, 2014, pp. 214-218

Le negoziazioni avvengono in una prima fase dalle 8:00 alle 9:00 con asta a chiamata, in una seconda fase dalle 9:00 alle 17:30 attraverso la negoziazione continua. Nella fase d'asta a chiamata le transazioni avvengono al prezzo teorico d'asta, mentre nella fase successiva proprio come per il mercato azionario le transazioni avvengono tramite abbinamento degli ordini generando così una molteplicità di prezzi. La figura dello *specialist* è facoltativa. Le proposte di negoziazione possono avere vincoli di prezzo e quantità.

Le obbligazioni possono essere negoziate a “corso secco” o a prezzo “tel quel”; quando sono negoziate a corso secco non è ricompreso il rateo da interessi maturato che viene calcolato dal sistema al momento dell'acquisto e aggiunto al prezzo di mercato, quando invece sono negoziate a prezzo “tel quel” il rateo da interessi maturato è ricompreso nel prezzo di mercato. “Le obbligazioni zero coupon e le obbligazioni strutturate collegate all'andamento di indici sono negoziate a prezzo *tel quel*, le obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile il cui parametro di indicizzazione è rilevato prima dell'inizio del godimento della cedola in corso vengono negoziate a corso secco”.

Per garantire la trasparenza di mercato Borsa Italiana svolge un'attività di controllo e vigilanza riguardo il regolare svolgimento delle transazioni. Per ogni strumento viene diffuso ogni giorno un *prezzo ufficiale* ed un *prezzo di riferimento*. Il primo è il risultato della media ponderata per la quantità dei prezzi tutte le transazioni relative a quel determinato strumento avvenute nell'arco della giornata di mercato, il secondo è invece la media ponderata dei prezzi relativa però alle transazioni degli ultimi venti minuti di negoziazione continua prima della chiusura del mercato.¹²²

3.4 Il mercato AIM Italia

AIM Italia nasce nel 2012 dalla fusione di AIM (*Alternative investment market*) e di MAC (*Mercato alternativo del capitale*). AIM Italia è un mercato appartenente alla categoria degli MTF ed è dedicato alle piccole e medie imprese italiane, a cui offre la possibilità di accedere al mercato dei capitali in modo più efficiente e seguendo un procedimento di quotazione più snello tutelando comunque gli investitori, attraverso la scelta di requisiti adatti alle esigenze delle PMI italiane. È dedicato ad investitori istituzionali, investitori privati e fondi di private equity specializzati nell'investimento in piccole e medie imprese.

Il requisito principale di accesso ad AIM Italia riguarda la presenza del “Nomad” (*Nominated Advisor*) sia nella fase precedente che in quella successiva all'ammissione. Il Nominated Advisor è un consulente che accompagna la società nella preparazione alla quotazione e durante tutta la fase di

¹²² Borsa Italiana, *Formazione: il MOT*, <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercato-mot-la-struttura-e-le-caratteristiche-del-mercato/il-mot-struttura-e-segmentazione.htm>

permanenza e di conseguenza la scelta deve essere ben valutata; i Nomad devono essere ammessi da Borsa Italiana e iscritti un registro apposito e possono essere banche d'affari, intermediari o altre società operanti nel settore della finanza aziendale. Il ruolo principale di questa figura ruota attorno ad attività di due diligence, gestione del processo di quotazione e consulenza ricomprendendo inoltre la valutazione dell'adeguatezza per l'ammissione ed il supporto alla trasparenza e al rispetto delle regole.

Un altro requisito richiesto è il flottante minimo offerto sul mercato, che deve essere pari al 10% del capitale suddiviso tra minimo cinque investitori professionali o dieci investitori di cui due professionali. Per quanto riguarda invece la dimensione, la corporate governance e l'aspetto economico finanziario non è richiesto nessun requisito a riguardo, è il mercato stesso infatti a stabilire la dimensione ideale, l'adeguatezza di corporate governance, il flottante della quotazione, e la complessiva adeguatezza degli aspetti economico finanziari grazie alla figura del Nomad.

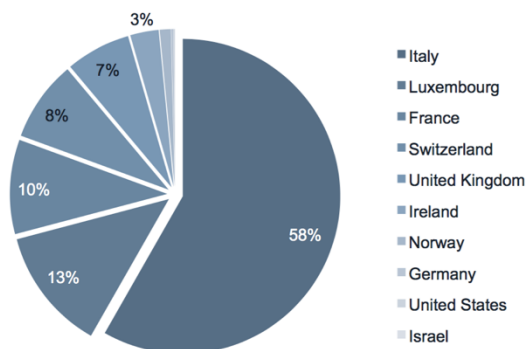
La società deve presentare un documento di ammissione con i dati necessari agli investitori riguardo il management agli azionisti ed ai dati economico finanziari. È richiesta soltanto la pubblicazione della relazione semestrale entro tre mesi dalla fine del semestre e del bilancio annuale entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non sono necessarie le relazioni trimestrali.

Le negoziazioni avvengono seguendo le due modalità di asta a chiamata e negoziazione continua. L'asta di apertura che si compone delle fasi di preasta, validazione, apertura e chiusura dei contratti si svolge dalle 8:00 alle 9:00; successivamente vi è la fase di negoziazione continua dalle 9:05 alle 17:25 ed infine vi è l'asta di chiusura dalle 17:25 alle 17:30.

Elemento caratterizzante del mercato AIM Italia è l'equilibrio dei vantaggi che sono elevati sia per gli investitori che per le imprese che decidono di intraprendere questo tipo di percorso.

Infatti gli investitori possono godere della sicurezza fornita dalla presenza del Nomad, operatore specializzato che rappresenta un punto fermo in tutto il processo di quotazione e fa da garante per la trasparenza informativa. Allo stesso tempo le imprese possono sfruttare il vantaggio dell'estrema flessibilità del processo di quotazione rapido (che richiede solo dieci giorni per l'ammissione), elevata semplicità di accesso e poche procedure burocratiche nonché bassi costi di quotazione rispetto al mercato tradizionale e la visibilità internazionale che la presenza su questo mercato conferisce. Infatti la composizione di investitori istituzionali su AIM Italia è abbastanza diversificata, come il seguente grafico mostra.¹²³

¹²³ Borsa Italiana, *AIM Italia*, <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>



[Fonte: Elaborazioni di Borsa Italiana su dati Facset, 2014]

3.5 ExtraMOT

ExtraMOT è il sistema multilaterale di negoziazione (MTF) dedicato agli strumenti obbligazionari che ammette agli scambi anche obbligazioni e titoli di debito già negoziati su un altro mercato regolamentato europeo. Possono accedere a questo mercato anche investitori non professionali, come definito dall'art. 100-bis del T.U.F.

Le negoziazioni su ExtraMOT avvengono attraverso la piattaforma Tradelect, che presenta caratteristiche strutturali simili a quelle del mercato regolamentato MOT, e vengono eseguite attraverso le due modalità utilizzate negli altri mercati; l'asta a chiamata dalle 8:00 alle 9:00 e la negoziazione continua dalle 9:00 alle 17:30. ExtraMOT è un mercato *Order Driven* e quindi tutti gli operatori possono inserire proposte di negoziazione che permettono agli interessi multipli di acquisto e vendita di associarsi seguendo i criteri di *time priority* e *price priority*. Sono inoltre presenti specialist che operano in conto proprio per garantire la liquidità dei titoli inserendo proposte di negoziazione con quantitativi stabiliti da Borsa Italiana in base alle caratteristiche di ogni strumento finanziario. Le transazioni avvenute utilizzano il sistema di liquidazione italiano (Montetitol s.p.a.) oppure sistemi di liquidazione europei.¹²⁴

È posta in essere da borsa italiana una costante attività di controllo sulla regolarità delle negoziazioni. I vantaggi di quotare le proprie obbligazioni su ExtraMOT sono molto simili a quelli del mercato AIM, infatti questo mercato è caratterizzato da un'elevata flessibilità che permette alle PMI di accedere al mercato attraverso un percorso maggiormente personalizzato e sfruttare la visibilità nei confronti degli investitori internazionali presenti sul mercato.¹²⁵

¹²⁴ Borsa Italiana, *Cos'è ExtraMOT*, <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/extramot/extramot.htm>

¹²⁵ London Stock Exchange Group, *ExtraMOT*, <https://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/borsa-italiana/fixed-income-markets/extramot>

ExtraMOT PRO è un nuovo segmento introdotto nel 2013 nel quale vengono quotati e negoziati strumenti finanziari come obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti di debito partecipativi e *project bond*. Le caratteristiche principali sono la flessibilità, l'economicità, l'efficienza e la visibilità. Gli unici requisiti sono la pubblicazione degli ultimi due bilanci di cui l'ultimo revisionato e la redazione di un documento informativo, non è prevista invece la pubblicazione di alcun prospetto di quotazione.¹²⁶

3.6 Il mercato MIV

Il MIV (Mercato degli Investment Vehicles) è un mercato regolamentato che ha lo scopo di offrire liquidità, capitali e visibilità ai veicoli di investimento con una chiara visione strategica. I veicoli alla quale il mercato è aperto sono le investment companies e le real estate investment companies, i fondi di private equity, i fondi chiusi immobiliari, le special purpose acquisition companies (SPAC) di cui si parlerà successivamente, i fondi specializzati, i fondi multi-strategy e i fondi di fondi. Il mercato MIV è aperto sia ad investitori professionali che retail. Questo mercato è appositamente progettato sulle specifiche esigenze dei veicoli di investimento, coniugando la flessibilità regolamentare e lo status di mercato regolamentato.

Il MIV è suddiviso in quattro segmenti:

- Il segmento fondi chiusi è dedicato alla negoziazione di quote di fondi chiusi mobiliari e immobiliari;
- Il segmento *investment companies* in cui vengono negoziate azioni di investment companies, società il cui oggetto sociale esclusivo è l'investimento in partecipazioni di quotate e non quotate con un sufficiente livello di diversificazione;
- Il segmento *real estate investment companies* in cui vengono negoziate azioni di società la cui attività principale consiste nell'investimento e locazione in ambito immobiliare;
- Il segmento SIV (*Special Investment Vehicles*) riservato solo ad investitori professionali in cui vengono negoziate azioni di SPAC e società con politiche di investimento particolarmente complesse e *multi-strategy*.

Gli orari, le modalità e la piattaforma di negoziazione sono analoghe a quelle dei principali mercati del London Stock Exchange Group e Borsa Italiana. La maggior parte di operatori attivi nel mercato MTA sono connessi anche al mercato MIV che ha un bacino di investitori altrettanto ampio e diversificato.

¹²⁶ Borsa Italiana, ExtraMOT PRO, <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/checosaeextramotpro/checosaeextramotpro.htm>

I requisiti di ammissione sono differenti per i quattro segmenti e riguardano diversi ambiti che verranno approfonditi nella seguente tabella: la capitalizzazione, il flottante minimo, il numero di bilanci certificati degli ultimi esercizi, il prospetto informativo, la politica di investimento, il *track record* del management, gli amministratori indipendenti, la figura dello *specialist* e gli altri documenti richiesti.

	Fondi chiusi	Investment companies	REIC	SIV
Capitalizzazione	€ 40 mln (€ 25 mln per i fondi chiusi mobiliari)	€ 40 mln	€ 40 mln	€ 40 mln
Flottante	25%	25%	35%	35%
Bilanci certificati	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)
Prospetto Informativo	✓	✓	✓	✓
Investment Policy	- Descritta nel Regolamento del Fondo - Nel caso di fondi mobiliari chiusi, almeno il 25% del totale delle attività deve essere investito entro 24 mesi dall'ammissione	- Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo - Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione (pena lo scioglimento della società)	- Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo - Almeno 3 locatari, di cui nessuno rappresenti più del 50% del totale ricavi da locazione - Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro la data di avvio delle negoziazioni	- Libera in termini di diversificazione degli investimenti - Almeno il 50% del totale degli attivi deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione
Track record del management	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)
Amministratori indipendenti	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Raccomandato
Specialista	✓	×	×	×
Altri documenti	Regolamento del Fondo approvato da Banca d'Italia	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa

[Fonte: Borsa Italiana, *MIV – Il mercato degli Investment Vehicles*, 2012]

Il processo d'ammissione si può suddividere in tre fasi, nella prima viene presentata una domanda d'ammissione a Borsa Italiana, nella seconda fase avviene la pubblicazione di un prospetto informativo approvato dalla CONSOB o dall'organo equivalente in caso di società estere interne all'Unione Europea, infine l'ammissione è perfezionata quando borsa italiana definisce la data di inizio delle negoziazioni.

Le società veicolo quotate godono di numerosi vantaggi, infatti hanno la possibilità di entrare in contatto con una base di investitori più grande e più eterogenea, possono raccogliere una maggiore quantità di capitali, possono quotarsi su mercati esteri all'interno dell'Unione Europea, guadagnano maggiore visibilità ed aumenta la liquidità dei loro strumenti finanziari.

Nella seguente tabella sono evidenziate le principali differenze tra il mercato MIV regolamentato con passaporto UE ed il mercato AIM Italia che appartiene alla categoria di sistemi MTF.¹²⁷

¹²⁷ A. Saunders, M. Cornett, M. Anolli, B. Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, 2014, pp. 214-218

	MIV	AIM Italia
Mercato regolamentato	✓	×
Investitori	• Istituzionali • Retail	• Istituzionali • Retail (solo successivamente all'ipo)
Capitalizzazione	€ 40 mln (€ 25 mln per fondi chiusi mobiliari)	Min € 3 mln di raccolta
Flottante	25% - 35%	Min 10%
Bilanci certificati	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)
Prospetto Informativo	✓	× (Documento di Ammissione)
Investment policy	✓	✓
Track record del management	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)
Amministratori indipendenti	• Obbligatorio (Investment Companies, REIC) • Raccomandato (SIV, Fondi chiusi)	Nessun requisito formale
Principale advisor	Sponsor/Global Coordinator	Nomad
Specialista	× (richiesto solo per i fondi chiusi)	✓

[Fonte: Borsa Italiana, *MIV – Il mercato degli Investment Vehicles*, 2012]

3.7 Le SPAC e la novità di ELITE “SPAC in CLOUD”

Le SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) sono veicoli, nati nella prassi anglosassone, senza alcuna attività operativa costituiti da un *team di promotori*. Lo scopo di queste società è la raccolta di capitali attraverso la quotazione che vengono poi utilizzati in un momento successivo in un'operazione di acquisizione di un'altra società definita *target*. Alla fine dell'operazione le azioni della società target vengono quotate in borsa ed alla fine di tutta l'operazione la SPAC viene liquidata.¹²⁸

Prima dell'introduzione del mercato MIV non esisteva un mercato regolamentato per la quale i requisiti richiesti fossero compatibili con le caratteristiche di società di investimento come le SPAC. Il regolamento prevede ai fini dell'ammissione alle negoziazioni sul MIV numerosi vincoli.

- Innanzitutto la politica di investimento deve essere posta in essere in un periodo di tempo abbastanza breve, con una “scadenza” di circa 24-36 mesi. Nel caso in cui entro la scadenza massima la politica di investimento non venga attuata la società viene comunque liquidata; il termine ultimo stabilito può essere prorogato solo nel caso in cui siano in corso *trattative concrete* al momento della scadenza.
- La politica di investimento deve essere espressa in modo dettagliato, inoltre per evitare l'elusione del divieto di quotazione degli hedge funds gli investimenti in questi ultimi non possono superare il 20% dell'attivo della società veicolo.

¹²⁸ Il Sole24Ore, *SPAC*, 2017

- Il capitale deve essere versato dagli investitori in un conto vincolato e, qualora gli investitori non concordino con la politica di investimento perseguita dal management viene solitamente concessa la possibilità di richiedere il rimborso dell'investimento.
- Almeno tre manager devono avere un'esperienza di minimo tre anni nella gestione di investimenti con caratteristiche simili agli investimenti previsti nella politica di investimento.
- La SIV deve adottare tutte le misure per individuare eventuali conflitti di interesse.
- La SIV deve adempiere agli obblighi informativi approfonditi nel paragrafo precedente.¹²⁹

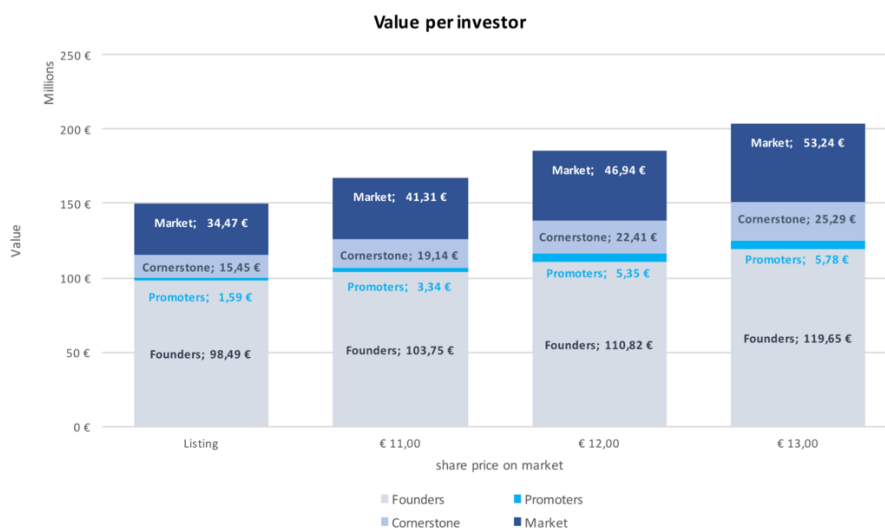
“ELITE SPAC in CLOUD” è un nuovo modello di quotazione che unisce i vantaggi delle SPAC classiche con quelli della raccolta di capitali digitale di ELITE Club Deal di cui si è parlato nel primo capitolo.

Lo SPAC in CLOUD è infatti un ambiente della piattaforma Club Deal in cui gli investitori hanno accesso online alle diverse possibilità di investimento in IPO e la caratteristica principale dell'operazione è proprio l'assenza della società veicolo che grazie alla piattaforma Club Deal non è indispensabile.

Inizialmente i promotori scelgono l'opportunità di investimento e avviano la negoziazione dei termini che si svolge tra promotori, società target e Cornerstone Investor che deve sottoscrivere almeno il 20% del capitale offerto. L'offerta viene successivamente aperta agli investitori Follow-on.

La società accede alla piattaforma ELITE Club Deal e carica tutti i documenti ed i dati necessari; le transazioni vengono poi effettivamente eseguite nel momento in cui la società viene ammessa alla quotazione sul mercato. I promotori, il Cornerstone Investor e gli investitori Follow-on investono in un mix di strumenti finanziari e successivamente alla quotazione sul mercato in base all'andamento delle azioni ordinarie il valore è ripartito tra i vari possessori dei diversi strumenti finanziari in modo tale che i loro interessi siano collegati al rendimento delle azioni ordinarie. Nel seguente grafico è riportato un esempio che bene esprime il concetto di ripartizione di valore.

¹²⁹ Gianni, Origoni, Grippo & Partners, *Nuovo Mercato dedicato alle SIV*, 2010



[Fonte: Electa Ventures, ELITE, Presentazione “SPAC in CLOUD”, 2018]

Numerosi sono i vantaggi del modello innovativo SPAC in CLOUD sia per i promotori, che per la società, che per gli investitori. I tempi e i costi sono ridotti grazie all’assenza della società veicolo che aggrega il denaro, i promotori hanno la possibilità di fare un accordo preliminare e godono della disponibilità dell’Help Desk ELITE e degli ELITE Partner. Per l’imprenditore un vantaggio è rappresentato dalla rapidità di esecuzione e quotazione e del consenso elevato ottenuto grazie all’accordo preliminare con l’investitore Cornerstone. Per gli investitori infine i vantaggi sono l’assenza della necessità di effettuare un investimento anticipato anche di anni che è richiesto nelle SPAC tradizionali, la possibilità di procedere con un investimento diretto nella società proposta e la presenza del Cornerstone Investor che per gli investitori non specializzati può essere un fattore determinante.¹³⁰

¹³⁰ Electa Ventures, ELITE, Presentazione “SPAC in CLOUD”, 2018

Capitolo IV

Un case study: Bomi Group

4.1 Bomi Group

Bomi Group nasce nel 1985 fondata da Giorgio Ruini e la sua mission è quella di supportare la supply chain del settore healthcare con lo sviluppo di una gestione logistica che vada oltre la sua concezione standard. Bomi Group definisce il suo vantaggio competitivo sviluppato su tre dimensioni principali, la devozione al settore healthcare, la dinamicità che è necessaria nel mercato in rapido cambiamento e l'approccio distintivo nell'adattare il loro processi operativi alle esigenze dei singoli clienti.

I servizi logistici offerti da Bomi Group alle società operanti nel settore healthcare sono numerosi oltre che altamente personalizzati e vanno dal trasporto internazionale a temperatura controllata, passando per le consegne in emergenza 24h al giorno fino alla gestione magazzino e approvvigionamento per cliniche ed ospedali. La varietà di prodotti gestiti è elevata e tra questi rientrano ad esempio diagnostici in vitro, grandi apparecchiature per immagini, strumentari chirurgici per ortopedia, kit diagnostici, dispositivi per patologie croniche, nanotecnologie, biotecnologie, campioni biologici, farmaci ed integratori.¹³¹

I servizi forniti da Bomi Group possono essere raggruppati in quattro categorie così come vengono presentati sul sito web dell'azienda: “*warehousing*”, “*health carrier*”, “*logistica ospedaliera*” e “*soluzioni a valore aggiunto*”.

Nell'attività di “*warehousing*” rientrano le attività di gestione resi, gestione documentazione per esportazioni, gestione di ordini, gestione di contenziosi, gestione di documenti di trasporto e fatture, gestione di anticipi, gestione di giacenze, gestione di consegne su appuntamento, gestione dello stato

¹³¹ Industria Italiana, Laura Magna, *Bomi Group: L'importanza di essersi quotati*, <https://www.industriaitaliana.it/bomi-group-limportanza-di-essersi-quotati/>, marzo 2018

dell'ordine e verifica di buona riuscita delle spedizioni. Grazie al personale dedicato all'assistenza al cliente ed al processo ben definito la società può vantare di una comunicazione snella e bassi tempi d'attesa. Il processo per l'attività di warehousing si compone di otto fasi illustrate nella figura di seguito, ogni fase è monitorata con adeguati indicatori di performance.



[Fonte: www.bomigroup.com]

Bomi svolge servizi di gestione magazzino anche “In-House” ovvero presso il magazzino stesso dei clienti. Su specifica richiesta vengono inoltre forniti sul posto servizi di confezionamento di dispositivi medici e kit diagnostici, assemblaggio e logistica inversa di kit chirurgici, test di funzionamento, etichettatura e ri-etichettatura e adattamento dei codici a barre alla normativa locale.¹³²

I servizi di trasporto che rientrano nella categoria “*health carrier*” garantiscono un’offerta varia e disegnata sulle esigenze dei clienti di Bomi Group, i quali possono usufruire di trasporto refrigerato, trasporto urgente disponibile 24 ore al giorno e sette giorni alla settimana, trasporto di campioni biologici, materiale pericoloso, protesi e trasporto al servizio del canale farmaceutico nonché servizi di “*white gloves*” che prevedono il trasporto di materiale ad alto valore come apparecchiature diagnostiche e attrezzature sensibili che richiedono un’elevata competenza per la loro gestione.¹³³

L’attività di logistica ospedaliera prevede la gestione di inventari ospedalieri attraverso un sistema che permette di avere meno sprechi, un ottimale rotazione delle scorte e di tracciare i livelli di stock di prodotti. Nell’ultimo anno Bomi Group ha completato solo in Italia più di 550 inventari in più di 250 differenti ospedali pubblici e privati.¹³⁴

Oltre i servizi standard Bomi offre soluzioni ad alto valore aggiunto con servizi di:

¹³² Bomi Group, *Warehousing*, <https://www.bomigroup.com/warehousing/>

¹³³ Bomi Group, *Health Carrier*, <https://www.bomigroup.com/bomi-health-carrier/>

¹³⁴ Bomi Group, *Logistica Ospedaliera*, <https://www.bomigroup.com/logistica-ospedaliera/>

- “Officina Farmaceutica” che prevede la ri-lavorazione di farmaci. Questo servizio, offerto anche in Perù, sul mercato italiano è svolto attraverso il marchio “De Salute”. La recente acquisizione riferita al 100% del capitale di quest’ultimo ha rappresentato per gruppo un’innovazione nel business model che ha consentito la diversificazione attraverso l’estensione delle attività anche verso il settore farmaceutico.
- “Logistica Inversa” per il recupero e trattamento dei prodotti usati dovuto ad obsolescenza, cambio di terapia o per comodato d’uso;
- “Filiale Virtuale” attraverso cui Bomi Group supporta l’internazionalizzazione dei propri clienti.¹³⁵

4.2 I pilastri della crescita

Bomi Group è stata una tra le prime società a entrare a far parte del Programma ELITE sin dalla sua creazione nel 2012 ed in questi sei anni è stata oggetto di una forte crescita dovuta all’interazione tra diversi fattori positivi.

Un primo “pilastro” della crescita è certamente rappresentato dall’impegno negli investimenti in ricerca e sviluppo, infatti attualmente i maggiori punti di forza dell’impresa sono la flessibilità operativa e la fornitura di servizi altamente personalizzati, il raggiungimento di queste due caratteristiche è reso possibile dalle attività di ricerca e sviluppo in cui ogni anno viene investito il 2-3% del fatturato. L’attività di R&S viene svolta in Italia da esperti che sviluppano e gestiscono software complessi e multilingue e che ha permesso all’impresa di fare leva su le competenze IT, ormai parte integrante di ogni servizio offerto.¹³⁶

Nell’attività di warehousing è utilizzato “LIDIA” un sistema di gestione magazzino sviluppato da Bomi e usato in tutte le filiali per la gestione dei dispositivi medici e farmaceutici. Il sistema si basa sull’utilizzo della radiofrequenza per la lettura di codici a barre. Anche per il trasporto è utilizzato un sistema informatico di TMS che permette di avere un costante flusso di dati a riguardo. “Gecos” è invece il software utilizzato nelle attività di inventario per il settore ospedaliero.

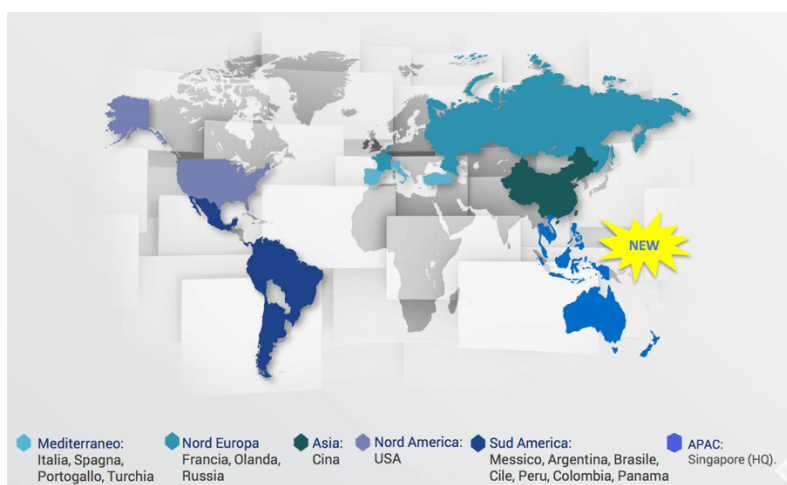
Anche i clienti hanno a disposizione software e interfacce per seguire in tempo reale le spedizioni (BoTrack) o presentare reclami formali (BoClaim). Infine Bomi Business Intelligence è un software utilizzato per raggruppare i dati relativi a tutte le attività svolte dal gruppo, in modo da poter monitorare le performance e sviluppare strategie per il costante miglioramento.¹³⁷

¹³⁵ Bomi Group, Servizi a Valore Aggiunto, <https://www.bomigroup.com/soluzioni-valore-aggiunto/>

¹³⁶ Industria Italiana, Laura Magna, *Bomi Group: L’importanza di essersi quotati*, <https://www.industriaitaliana.it/bomi-group-limportanza-di-essersi-quotati/>, marzo 2018

¹³⁷ Bomi Group, Strumenti Web e IT, <https://www.bomigroup.com/soluzioni-valore-aggiunto/strumenti-web-clienti/>

Un secondo “pilastro” è rappresentato dalla strategia di acquisizioni e fusioni che ha permesso a Bomi di sviluppare un’operatività internazionale e diversificare sul mercato italiano; infatti grazie alla già menzionata acquisizione di “De Salute” la società ha avuto modo di diversificarsi ampliando la gamma di servizi anche verso il farmaceutico.¹³⁸ Per quanto riguarda l’operatività internazionale Bomi Group è presente grazie alle società controllate e partecipate in 20 diversi paesi in Europa, Sud America, Cina e Stati Uniti. Tra il 1989 e il 1992 Bomi apre le prime filiali in Germania, Spagna, Regno Unito, Francia e Benelux. In Brasile Bomi nasce come Joint Venture con Luft Group che è stata acquisita poi totalmente nel 2017 consolidando la posizione nello stesso paese e in generale in America latina con l’ingresso nei mercati del Cile e della Colombia rispettivamente del 2008 e del 2009. Un mercato con alto potenziale quello dell’America Latina con un’elevatissima domanda e delle economie locali più facilmente aggredibili.¹³⁹



[Fonte: Bomi Group, Presentazione aziendale, <http://simposio.afiscientifica.it/espositore/bomi-group/>]

Il terzo “pilastro” della crescita è rappresentato dall’avvicinamento ai mercati finanziari stimolato anche dalla partecipazione al Programma ELITE che si è concretizzato nell’emissione di minibond prima e nella quotazione su AIM Italia poi. Il 31 marzo 2014 infatti Bomi debutta su ExtraMOT PRO con l’emissione di un minibond da 1,5 milioni con scadenza il 31 marzo 2017 e tasso fisso del 7,25%, collegati ai minibond sono stati emessi dei warrant gratuiti che davano ai sottoscrittori la possibilità di esercitarli in caso di ammissione su AIM Italia e di acquistare le azioni ad uno strike price scontato rispetto al prezzo di quotazione. L’emissione di Minibond ha rappresentato un primo passo di avvicinamento ai mercati che ha permesso a Bomi di sfruttare la visibilità acquisita con la partecipazione al Percorso ELITE di Borsa Italiana e di “valutare una futura quotazione su AIM Italia

¹³⁸ Industria Italiana, Laura Magna, *Bomi Group: L’importanza di essersi quotati*, <https://www.industriaitaliana.it/bomi-group-limportanza-di-essersi-quotati/>, marzo 2018

¹³⁹ Industria Italiana, Laura Magna, *Bomi Group: L’importanza di essersi quotati*, <https://www.industriaitaliana.it/bomi-group-limportanza-di-essersi-quotati/>, marzo 2018

al fine di proseguire il processo di consolidamento patrimoniale e conseguire gli obiettivi di breve periodo” ha detto Marco Ruini, attuale amministratore delegato di Bomi Group, in occasione dell’operazione.¹⁴⁰ L’ultimo grande passo è rappresentato dalla quotazione su AIM Italia che ha permesso a Bomi Group di guadagnare elevata credibilità tra i clienti ed accrescere la sua visibilità consolidando l’immagine di un’impresa di servizi di alta qualità e professionalità.

4.3 La decisione di quotarsi e l’adeguamento manageriale

Bomi Group quando ha iniziato il suo percorso di crescita affiancato da ELITE si presentava come società particolarmente adatta a questo tipo di prospettive sia per il chiaro e solido progetto di crescita sia per il modello di business che, prestatosi ad un’internazionalizzazione rapida e ad un concreto incremento di efficienza nella prestazione di servizi, ha rappresentato delle solide fondamenta per il raggiungimento degli obiettivi di breve termine e per la strategia di fusioni e acquisizioni messa in atto. In questo contesto la quotazione ha rappresentato, oltre che un corretto utilizzo di leva finanziaria per realizzare la crescita, anche il raggiungimento di una completezza strategica a dimostrazione dell’impegno concreto in un progetto sano e trasparente che è stato ben apprezzato da tutti gli stakeholder come indice di serietà.

Al crescere delle ambizioni della società sono anche aumentate le necessità di un adeguamento manageriale che portasse con sé nuove e maggiori competenze all’interno dell’impresa e un nuovo modello di governance. Così l’impresa negli anni ha lasciato spazio a dei modelli più adeguati eliminando l’approccio fortemente familiare.

Il percorso ELITE ha facilitato la ricerca e l’introduzione di nuove competenze non solo attraverso fonti esterne ma soprattutto attraverso attività di formazione con un focus interno per la costruzione di buone basi.

Marco Ruini, il CEO di Bomi, in un’intervista ha detto che con la quotazione la società ha volutamente optato per una più complessa composizione del consiglio di amministrazione rispetto ai requisiti richiesti da AIM Italia per dare una maggiore e ulteriore spinta alla crescita; la nuova composizione del CDA prevedeva quindi nove membri di cui due con requisiti di indipendenza e due nominati dai due maggiori investitori. È inoltre stato introdotto un comitato parti correlate ed un organo di vigilanza più solido.

È stato fondamentale anche il ripensamento dell’approccio top-down che caratterizzava l’impresa avvenuto attraverso l’introduzione di nuovi meccanismi di delega che hanno contribuito all’aumento di poteri e responsabilità in capo ai vari livelli del management.

¹⁴⁰ Borsa Italiana, ELITE: Bomi debutta con un minibond, <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2014/bomi.htm> 31 marzo 2014

4.4 La quotazione su AIM Italia

Come atto conclusivo del percorso ELITE il 26 giugno 2015 Bomi S.p.A. si è quotata su AIM Italia raccogliendo 12,1 milioni di euro rappresentativi di un flottante del 18,86%. L'impresa emittente presentava una capitalizzazione di mercato di 41,3 milioni di euro ed il Global Coordinator nonché Nominated Advisor scelto per l'operazione è stato la Banca Popolare di Vicenza.¹⁴¹

Con l'esercizio della clausola di greenshoe comunicata con comunicato stampa del 24 luglio 2015 il global coordinator ha utilizzato l'opzione di acquisto di ulteriori 545000 azioni ordinarie al prezzo di collocamento di 2,75€, di conseguenza i nuovi azionisti sono arrivati a detenere circa il 33,6% del capitale sociale.¹⁴² La forchetta di fissazione di prezzo deliberata dal consiglio di amministrazione in data 8 maggio 2015 prevedeva un minimo di 2,75€ ed un massimo di 3,25€, successivamente il prezzo di collocamento è stato stabilito al minimo del range. Nonostante il prezzo di collocamento non fosse ottimale la quotazione ha comunque rappresentato un importante fase cambiamento per Bomi S.p.A. e ha dato input alla crescita dei successivi anni.¹⁴³

Il fine dell'operazione era l'ottenimento di maggiore visibilità e di risorse finanziarie, il capitale raccolto ha contribuito a rafforzare e consolidare la struttura patrimoniale nonché a sostenere gli obiettivi di sviluppo per linee interne ed esterne, alla ricerca di servizi di sempre maggiore qualità e professionalità e a favore di strategie internazionali e di diversificazione.

Bomi Group ha iniziato sin da subito a mettere in atto lo sviluppo verso l'esterno puntando a rafforzare la rete internazionale con una forte strategia di acquisizioni e fusioni. Il 16 novembre 2015 infatti la società ha acquisito il 70% del capitale di Ritmo Holding B.V., una società già partner del gruppo con sede ad Eindhoven specializzata nei trasporti logistici permettendo a Bomi Group di rafforzare la sua presenza in un'area di "grande interesse strategico come quella del Nord Europa" ha detto Marco Ruini in occasione dell'operazione.¹⁴⁴ Il gruppo ha poi continuato su questa stessa linea strategica con le acquisizioni di tre rami d'azienda di D Groupe Logistique SAS del 21 marzo 2016¹⁴⁵ rafforzando la sua posizione in Francia e la costituzione il 23 giugno 2016 di "Rapid Healthcare S.L" con sede a Madrid risultante dall'esecuzione di un accordo di Joint Venture con la società di trasporti "Rapid Express Courier S.A."

¹⁴¹ Bomi Group, Comunicato stampa di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia, 26 giugno 2015

¹⁴² Bomi Group, Comunicato stampa di integrale esercizio della clausola di greenshoe, 24 luglio 2015

¹⁴³ Bomi Group, Comunicato stampa sulla delibera di ammissione alla quotazione su Aim Italia e inizio del roadshow, 25 maggio 2015

¹⁴⁴ Bomi Group, Comunicato stampa "Il Gruppo Bomi annuncia l'acquisizione di Ritmo Holding B.V.", 16 novembre 2015

¹⁴⁵ Bomi Group, Comunicato stampa "Il Gruppo Bomi annuncia l'acquisizione di tre rami d'azienda da D Groupe Logistique SAS", 21 marzo 2016

Altre due importanti tappe dal punto di vista internazionale nel 2016 sono l'ingresso nel mercato cinese con l'acquisizione del 2 novembre 2016 del 100% del capitale "Biomedical Distribution Asia Holding Limited" con sede ad Hong Kong e di una sua controllata con sede a Suzhou in Cina¹⁴⁶, e l'avvio delle attività a Panama con l'acquisizione dell'1 aprile 2016 di "Osala S.A."¹⁴⁷.

In questo stesso anno la società si è anche concentrata sul consolidamento della rete di trasporto a temperatura controllata con diverse altre acquisizioni su territorio nazionale.

Nel 2017 Bomi Group consolida la sua presenza in America Latina grazie anche all'aiuto di SIMEST (appartenente al gruppo CDP, dà supporto e consulenza alle imprese italiane che vogliono internazionalizzarsi) acquisendo la restante parte di capitale della già controllata al 55% Biomedical Distribution Mercosur¹⁴⁸ ed entra nel mercato dell'area Asia Pacific grazie ad una joint venture con Yang Kee Logistics Pte Ltd, partner locale¹⁴⁹.

Infine nel 2018 grazie all'acquisizione di De Salute s.r.l. Bomi ha intrapreso anche una strategia di differenziazione sul mercato Italiano avviando l'attività di Officina Farmaceutica.

I risultati della crescita che la società ha intrapreso negli ultimi tre anni sono evidenti se si osserva che il fatturato del gruppo ammontava a 64,764 milioni di euro nel 2013 ed è aumentato fino ad arrivare a 117,890 milioni nell'esercizio 2017, previsto ancora in aumento a 130 milioni nel 2018. Anche i valori di EBITDA sono raddoppiati, aumentando dai 6,667 milioni di euro del 2013 fino agli 11,290 milioni di euro del 2017.

4.5 Analisi dell'andamento dei prezzi successivo alla quotazione

Prima di fare un'analisi dettagliata di quello che è stato l'andamento dei prezzi e le caratteristiche di negoziazione delle azioni di Bomi Group bisogna approfondire il contesto in cui è avvenuto l'avvicinamento ai mercati finanziari.

Bomi Group è stata infatti una delle prime società ad intraprendere il percorso ELITE nel 2012, periodo in cui gli effetti della crisi dei debiti sovrani ancora erano percepiti dall'economia. Le azioni della società dal momento della quotazione hanno presentato una forte volatilità e non una delle migliori prestazioni con una tendenza in diminuzione del prezzo, fattori però da attribuire ad elementi esogeni e non coerenti con le buone performance economiche che l'impresa stava già avendo, dice il CEO Marco Ruini, infatti la quotazione avvenuta il 26 giugno del 2015 ha risentito di una serie di

¹⁴⁶ Bomi Group, Comunicato stampa "Il Gruppo Bomi annuncia il ritorno nel mercato cinese", 2 novembre 2016

¹⁴⁷ Bomi Group, Comunicato stampa "Il Gruppo Bomi annuncia l'acquisizione di Osala S.A.", 1 aprile 2016

¹⁴⁸ Bomi Group, Comunicato stampa "Gruppo CDP: con SIMEST la logistica biomedicale di Bomi Group consolida la sua presenza in America Latina", 15 dicembre 2017

¹⁴⁹ Bomi Group, Comunicato stampa "Il Gruppo Bomi estende la sua presenza nell'area Asia Pacific (APAC)", 2 ottobre 2017

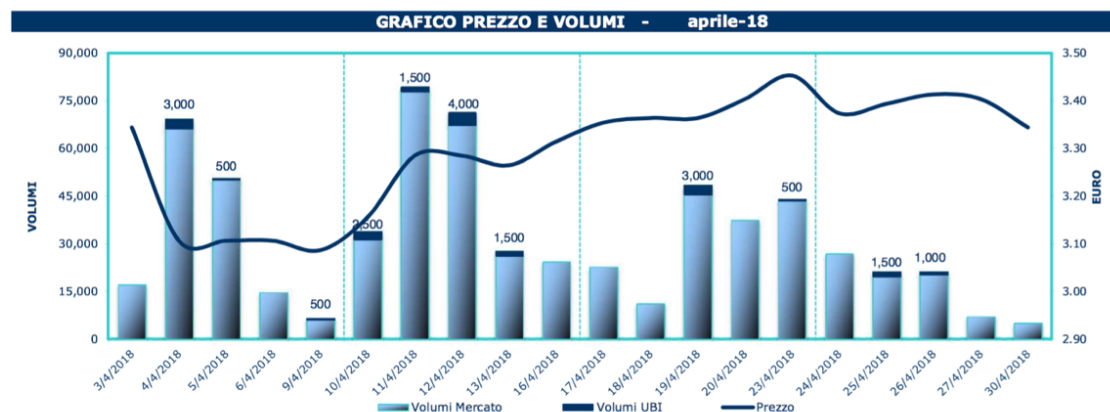
eventi che hanno definito un periodo di forte incertezza per l'Europa e la relativa reazione sui mercati finanziari. Appena un giorno dopo la quotazione il 27 giugno fu annunciata dal Primo Ministro Greco l'indizione del referendum riguardo l'approvazione del piano proposto dai creditori internazionali in cambio di un nuovo programma di supporto finanziario. Il lunedì successivo fu descritto come lunedì nero per le borse europee dalle testate giornalistiche. Un'altra serie di eventi rilevanti a distanza di pochi mesi fu relativa alla questione Brexit che anche influenzò i mercati europei in maniera rilevante. L'operazione di quotazione è stata conclusa ad un prezzo di collocamento di 2,75€, nell'immediato la negoziazione delle azioni su AIM ha fatto emergere un lieve underpricing tuttavia durante i successivi 17 mesi il prezzo delle azioni è oscillato con una tendenza verso il basso fino ad arrivare al suo minimo di 1,58 € il 30 novembre 2016.



[Fonte: Il Sole24Ore]

A partire poi dai primi mesi del 2017 il titolo ha iniziato a mostrare un andamento a rialzo anche grazie all'aumento di liquidità sul mercato AIM Italia generato dal forte successo che hanno avuto i PIR, strumenti di risparmio con caratteristiche peculiari volti a favorire le piccole e medie imprese italiane con alcune agevolazioni fiscali per gli investitori. Infatti come confermano i dati dell'osservatorio AIM Italia curati da IR Top Consulting, il valore degli scambi su questo mercato è aumentato del 243%, un salto che ha portato una grande quantità di liquidità e ha fatto crescere del 22% l'indice FTSE AIM Italia.

Dopo le turbolenze iniziali il prezzo delle azioni di Bomi Group si è riassetato e sono attualmente negoziate ad un prezzo superiore a 3 €, la tabella seguente riporta i volumi ed i prezzi relativi agli scambi nel mese di aprile 2018 rilevati dalla statistica mensile di UBI Banca.



Nel primo grafico a seguire si può inoltre osservare l'andamento del prezzo rispetto l'andamento del mercato. Si può notare che a partire da settembre 2017 nonostante la volatilità abbastanza elevata il prezzo del titolo ha mostrato una tendenza a salire anche se l'indice di mercato è rimasto costante, ciò significa che le azioni di Bomi hanno avuto una performance superiore rispetto alle performance del mercato AIM che rappresenta il mercato di riferimento del titolo. L'andamento del mercato è misurato tramite l'apposito indice denominato FTSE AIM.



[Fonte: Statistica mensile relativa ad aprile 2018 di UBI Banca]

Nel secondo grafico si può osservare un confronto con l'andamento dei titoli del *peer group*, un campione di società comparabili. Si può notare che anche rispetto alle società comparabili a partire da luglio 2017 le performance del titolo sono più elevate, ciò significa che le performance superiori rispetto al mercato non sono dovute unicamente al tipo di settore in cui la società opera ma sono piuttosto attribuibili al modello di business ed ai vantaggi competitivi che Bomi è riuscita a costruire nel tempo.

Un'ultima osservazione può essere relativa ai principali indicatori. Nella tabella si può notare che i rapporti EV/Sales e EV/Ebitda della società sono inferiori e disallineati rispetto al gruppo di comparabili. Il motivo di ciò potrebbe essere attribuibile ad una sottovalutazione dell'impresa da parte del mercato o ad un diverso uso della leva finanziaria. Invece il rapporto P/E è allineato ai valori del peer group.

Multiples	KEY VALUATION RATIOS											
	EV * / Sales				EV* / Ebitda				P** / E			
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
Cardinal Health, Inc.	0.2 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	7.9 x	8.4 x	7.8 x	7.7 x	17.1 x	11.8 x	10.6 x	10.0 x
DSV A/S	1.1 x	1.2 x	1.2 x	1.1 x	16.0 x	16.0 x	14.7 x	13.6 x	26.2 x	24.0 x	22.0 x	20.3 x
Kuehne & Nagel International AG	1.0 x	0.9 x	0.8 x	0.8 x	16.1 x	14.3 x	13.2 x	12.5 x	25.7 x	23.1 x	21.4 x	20.2 x
McKesson Corporation	0.2 x	0.2 x	0.2 x	n.a.	9.2 x	8.1 x	7.8 x	n.a.	12.7 x	11.8 x	11.4 x	11.5 x
Owens & Minor, Inc.	0.3 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	11.3 x	8.3 x	7.6 x	7.0 x	25.8 x	8.3 x	7.6 x	7.3 x
UDG Healthcare Plc	2.1 x	2.4 x	2.2 x	2.1 x	16.5 x	18.2 x	16.3 x	14.6 x	34.5 x	29.7 x	26.5 x	23.8 x
United Parcel Service, Inc. Class B	1.5 x	1.6 x	1.6 x	1.5 x	9.8 x	11.4 x	10.5 x	10.1 x	15.7 x	12.4 x	11.6 x	10.9 x
Media Peer Group	0.9 x	1.0 x	0.9 x	1.0 x	12.4 x	12.1 x	11.1 x	10.9 x	22.5 x	17.3 x	15.9 x	14.9 x
BOMI ITALIA S.P.A.	0.6 x	0.6 x	0.5 x	n.a.	6.3 x	6.0 x	4.8 x	n.a.	23.9 x	18.8 x	12.5 x	n.a.

[Fonte: Statistica mensile relativa ad aprile 2018 di UBI Banca]

Conclusioni

Il Percorso ELITE di Borsa Italiana è un progetto innovativo nato dalla collaborazione di numerose istituzioni e rappresenta uno strumento di forte interesse per la sua rilevanza all'interno di un sistema economico come quello Italiano costituito da un elevato numero di piccole e medie imprese ed inserito in un momento storico come quello che ha caratterizzato gli ultimi dieci anni e che ha reso difficile la sopravvivenza delle piccole realtà imprenditoriali.

Nei capitoli precedenti sono state analizzate le dinamiche di tale percorso e sono stati altresì approfonditi i diversi *step* superati dalle imprese che vi partecipano. Sono stati inoltre evidenziati i vantaggi che ELITE offre con il percorso “ELITE Growth” e le due piattaforme “ELITE Connect” ed “ELITE Club Deal” che come si è visto permettono ai partecipanti al programma di accedere ad un network composto da imprese, partner ed investitori istituzionali. È stato quindi possibile osservare la forte visibilità che le imprese acquisiscono nei confronti degli investitori, il costante supporto fornito alle aziende dai partner e le diverse opportunità di sinergie e collaborazioni con altre imprese del network.

Successivamente, nei due capitoli centrali sono state approfondite le operazioni di finanza straordinaria che possono essere realizzate dalle imprese che hanno concluso il percorso e che dispongono di una base solida per metterle in atto; infine è stata analizzata nello specifico un'impresa che ha affrontato questo percorso, Bomi Group, osservando i risultati incredibilmente positivi della quotazione e del cambio di approccio sulle performance e sulla realizzazione del progetto di crescita. In conclusione emerge che l'obiettivo di ELITE è portare le imprese che partecipano al percorso a raggiungere un livello d'eccellenza, concetto che è all'origine e dà nome al Progetto, in modo che queste possano sfruttare nel migliore dei modi le loro potenzialità.

Le analisi fatte sul caso aziendale illustrato dimostrano infatti quanto il raggiungimento dell'eccellenza e il superamento di un modello di gestione ad impronta familiare siano un trampolino di lancio per intraprendere le operazioni necessarie per costruire il futuro dell'azienda. Si è osservato che conseguentemente al percorso ELITE l'impresa ha creato le condizioni interne per attuare il suo progetto di crescita portato avanti attraverso la quotazione sul mercato AIM diverse operazioni di acquisizione e fusione, collaborazioni volte alla creazione di joint venture nonché utilizzando il supporto di partner del network ELITE come SIMEST. Tali strumenti hanno permesso a Bomi Group di realizzare strategie di internazionalizzazione, diversificazione e specializzazione nei suoi core

business creando valore e arrivando quasi a raddoppiare fatturato ed EBITDA negli ultimi cinque anni.

ELITE sta innescando un forte cambiamento culturale in molte imprese non solo sul territorio nazionale ma anche portando questa *best practice* Italiana in altri paesi, e sta avendo un ampio successo soprattutto tra le regioni del mezzogiorno, aiutando a colmare il divario tra le imprese meridionali e settentrionali e a diffondere un modo sano di fare impresa avvicinandole ai mercati e alla comunità finanziaria. Infatti le imprese che hanno aderito ad ELITE possono rappresentare un modello per le altre imprese del territorio tale da contaminare positivamente il tessuto economico circostante. È per questo che oltre gli indubbi benefici organizzativi, gestionali, finanziari e reputazionali che acquisisce la singola impresa con il Certificato ELITE questo progetto può fare da traino alla ripresa dell'economia facendo cambiare mentalità ai tanti ed eccellenti imprenditori che costituiscono la vera ossatura economica del paese, passando da una cultura di impresa familiare e artigianale ad una manageriale, permettendo così di sfruttare tutte le potenzialità che offrono le operazioni di finanza straordinaria e alternativa.

Bibliografia

Bomi Group. (2015, 16 novembre). *Comunicato stampa “Il Gruppo Bomi annuncia l’acquisizione di Ritmo Holding B.V.”*.

Bomi Group. (2015, 24 luglio). *Comunicato stampa di integrale esercizio della clausola di greenshoe*.

Bomi Group. (2015, 25 maggio). *Comunicato stampa sulla delibera di ammissione alla quotazione su Aim Italia e inizio del roadshow*.

Bomi Group. (2015, 26 giugno) *Comunicato stampa di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia*.

Bomi Group. (2016, 2 novembre). *Comunicato stampa “Il Gruppo Bomi annuncia il ritorno nel mercato cinese”*.

Bomi Group. (2016, 21 marzo). *Comunicato stampa “Il Gruppo Bomi annuncia l’acquisizione di tre rami d’azienda da D Groupe Logistique SAS”*.

Bomi Group. (2017, 15 dicembre). *Comunicato stampa “Gruppo CDP: con SIMEST la logistica biomedica di Bomi Group consolida la sua presenza in America Latina”*.

Bomi Group. (2017, 2 ottobre). *Comunicato stampa “Il Gruppo Bomi estende la sua presenza nell’area Asia Pacific (APAC)”*.

Bomi Group. (ultima consultazione: 2018, maggio). Tratto da: <https://www.bomigroup.com/>

Bomi Group.(2016, 1 aprile). *Comunicato stampa “Il Gruppo Bomi annuncia l’acquisizione di Osala S.A.”*.

Borsa Italiana. (2001) *Quotarsi in borsa, la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana*.
Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

Borsa Italiana. (2011, gennaio). *Glossario: Mercato Regolamentato*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Mercato%20Regolamentato>

Borsa Italiana. (2011). *Glossario: IPO*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=IPO%20-%20Offerta%20Pubblica%20Iniziale>

Borsa Italiana. (2012). *MIV – Il mercato degli investment vehicles*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/miv/pdfbrochuremiv.pdf>

Borsa Italiana. (2014, marzo). *ELITE: Bomi debutta con un minibond*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2014/bomi.htm>

Borsa Italiana. (2015, aprile). Brochure: *Elite – valorizza il tuo presente e prepara al futuro*. Tratto da: https://it.elite-growth.com/sites/default/files/elite_content_page/1/ELITE_ITALY_apr015_ITA.pdf

Borsa Italiana. (2016, febbraio). *Elite, crescita e apertura del capitale*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/elite-capitale-235.htm>

Borsa Italiana. (2016, luglio). *Nasce Elite Club Deal, la piattaforma online dedicata al private placement*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2016/ecd.htm>

Borsa Italiana. (2017, dicembre). *Elite Basket Bond: al via la prima emissione obbligazionaria di sistema*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/elitebasketbond.htm>

Borsa Italiana. (2017, febbraio) Minibond, cosa sono e come sono disciplinati. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm>

Borsa Italiana. (2017). *SPAC in CLOUD – Slides di presentazione*. Tratto da: <https://www.elite-clubdeal.com/#/home>

Borsa Italiana. (2018, aprile). *Elite Club Deal – Slides di presentazione*. Tratto da: <https://www.elite-clubdeal.com/#/home>

Borsa Italiana. (ultima consultazione: 2018, maggio). *Aim Italia*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

Borsa Italiana. (ultima consultazione: 2018, maggio). *Cos'è ExtraMOT*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/extramot/extramot.htm>

Borsa Italiana. (ultima consultazione: 2018, maggio). *ExtraMOT PRO*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/checosaeeextramotpro/checosaeeextramotpro.htm>

Borsa Italiana. (ultima consultazione: 2018, maggio). *Formazione: il MOT*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercatomot-lastrutturaelecaratteristichedelmercato/ilmot-strutturaesegmentazione.htm>

Borsa Italiana. (ultima consultazione: 2018, maggio). *Glossario: Private Equity*. Tratto da: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Private%20Equity>

Brealey, R. Myers, S. Allen, F. Sandri, S. (ed. 2014) *Principi di finanza aziendale*. Mc Graw Hill

Capriglione, F. (ed. 2015). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. CEDAM

Cassa Depositi e Prestiti. (2018). *ELITE Basket Bond*. Tratto da: <https://www.cdp.it/clienti/istituzioni-finanziarie/alternative-finance/elite-basket-bond/elite-basket-bond.kl>

Cassa Depositi e Prestiti. (2018). *Fondo Italiano di Investimento per le startup*. Tratto da: <https://www.cdp.it/progetti/tutti-i-progetti/fondo-italiano-dinvestimento-per-le-startup.kl>

Cellino, M. (2018, febbraio). , *La nuova primavera dei minibond ed un futuro ancora da costruire con i PIR*. Il Sole24Ore. Tratto da: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-02-13/la-nuova-primavera-mini-bond-e-futuro-ancora-costruire-i-pir-204449.shtml?uuid=AEsTHRzD>

Commissione Europea. (2014, novembre). *Imprese: Le politiche dell'UE, una nuova rivoluzione industriale*.

Della Moretta, C. (2014, maggio). *I contratti di Joint Venture*. Il Sole24Ore. Tratto da: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-05-27/contratti-joint-venture-085755.php>

Electa Ventures & ELITE. (2018). *SPAC in CLOUD – Slides di Presentazione*.

Elite Club Deal. (ultima consultazione: 2018, maggio). Tratto da: <https://www.elite-clubdeal.com/#/home>

Elite Connect. (ultima consultazione: 2018, maggio). Tratto da: <https://www.elite-connect.com/>

Elite Growth. (2018) *Connecting companies with capital - Slides di Presentazione*, <https://it.elite-growth.com/it>

Elite Growth. (ultima consultazione: 2018, maggio). *Il percorso Elite*. Tratto da: <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-path-italy>

Elite Growth. (ultima consultazione: 2018, maggio). *Requisiti*. Tratto da: <https://it.elite-growth.com/it/contents/elite-requirements-italy>

Elite Growth. (ultima consultazione: 2018, maggio). Tratto da: <https://it.elite-growth.com/it>

ELITE. (2018, aprile). *Comunicato stampa: ELITE supera quota 800 aziende con 50 nuove imprese che entrano oggi nel programma in Italia*. Tratto da: <https://it.elite-growth.com/sites/default/files/ELITE%2011.04.2018.pdf>

Enciclopedia Treccani. (2012). *IPO*. Tratto da: http://www.treccani.it/enciclopedia/ipo_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Enciclopedia Treccani. (ultima consultazione: 2018, maggio) *Private equity*. Tratto da: <http://www.treccani.it/enciclopedia/private-equity/>

Forestieri, G. (ed. 2007). *Corporate & Investment Banking*. Egea.

Gianni, Origoni, Grippo & Partners. (2010). *Nuovo Mercato dedicato alle SIV*. Tratto da: http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/41_qjpwqt1j4r_eng.pdf

Il Sole24Ore. (2017, dicembre). *SPAC*. Tratto da: <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/spac.html>

Il Sole24Ore. (2017, ottobre). *Private Equity*. Tratto da: <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/private-equity.html>

Istituto Ricerche Economiche e Sociali. (2011, settembre). *Le piccole e medie imprese al tempo della crisi: politiche delle PMI, impatto della crisi e ruolo della formazione continua*. Tratto da: https://www.fondazionedivittorio.it/sites/default/files/content-attachment/07_2011-%20Le%20piccole%20medie%20imprese%20al%20tempo%20della%20crisi_0.pdf

London Stock Exchange Group. (ultima consultazione: 2018, maggio). *ExtraMOT*. Tratto da: <https://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/borsa-italiana/fixed-income-markets/extramot>

Magna, L. (2018, marzo). *Bomi Group: L'importanza di essersi quotati*. Industria Italiana. Tratto da: <https://www.industriaitaliana.it/bomi-group-limportanza-di-essersi-quotati/>

Monti, M. (2018, gennaio). *Pmi e Finanza, il Basket Bond raddoppia*. Il Sole24Ore. Tratto da: http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-01-12/pmi-e-finanza-basket-bond-raddoppia-063654_PRV.shtml?uuid=AETwyDhD

Quaglia, S. (2014, giugno). *Come si struttura un'operazione di Private Equity*. Tratto da: http://www.ship2shore.it/it/rubriche/come-si-struttura-un-operazione-di-private-equity_51921.htm

QuiFinanza. (2017, aprile). *La micro impresa resta il cuore dell'economia italiana*. Tratto da: <https://quifinanza.it/pmi/la-micro-impresa-resta-il-cuore-delleconomia-italiana/117643/>

Saunders, A. Millon Cornet, M. Anolli, M. Alemanni, B. (ed. 2014) *Economia degli intermediari finanziari*. Mc Graw Hill.

Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. (1998 aggiornato con le modifiche apportate con D.lgs. n. 233 del 15 dicembre 2017, in vigore dal 28 febbraio 2018). Artt. 106 e 107

UBI Banca. (2018, aprile). *Statistica mensile sull'andamento del titolo Bomi ad aprile 2018*.

Vegezzi, G. (2016, aprile). *Progetto Elite, 30 PMI verso la quotazione*. Sole24Ore. Tratto da: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2016-04-27/progetto-elite-30-pmi-la-quotazione-230635.shtml?uuid=ACqPlgGD>

Viola, V. (2018, marzo). *Al sud aumentano le emissioni di minibond*. Il Sole24Ore. Tratto da: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2018-03-09/al-sud-aumentano-emissioni-mini-bond-084701.shtml?uuid=AEoRS5DE>

Vitali, G. (2010, dicembre). *La politica per le piccole e medie imprese*. Consiglio Nazionale delle Ricerche. Tratto da: http://www2.ceris.cnr.it/homedipendenti/vitali/dispense2010_11_ECO_UE/politica%20PMI%20corso%20eco%20ue%2015%2012%202010.pdf