



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale

OPPORTUNITA' DI CRESCITA PER LE PMI ITALIANE: COSA SIGNIFICA
QUOTARSI SU AIM

RELATORE

Prof. Pierluigi Murro

CANDIDATO

Carlotta Leo

Matr. 213181

ANNO ACCADEMICO

2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 – LE PMI: CARATTERISTICHE INTRINSECHE E STRUTTURA FINANZIARIA	5
<i>PARAGRAFO 1.1 - DEFINIZIONE E QUADRO GENERALE DELLE PMI IN EUROPA</i>	<i>5</i>
<i>PARAGRAFO 1.2 – LE PMI IN ITALIA: QUADRO STATISTICO</i>	<i>6</i>
<i>PARAGRAFO 1.2.1 - CARATTERISTICHE DISTINTIVE DI UNA PMI ITALIANA</i>	<i>8</i>
<i>PARAGRAFO 1.3 – ANALISI DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI</i>	<i>8</i>
<i>Paragrafo 1.3.1 – Analisi del capitale di debito</i>	<i>9</i>
<i>Paragrafo 1.3.2 - Analisi comparata delle scelte di finanziamento e investimento tra Italia, Germania, Spagna e Francia.</i>	<i>12</i>
CAPITOLO 2 – IL MERCATO DEL CAPITALE DI RISCHIO IN ITALIA PER LE PMI	14
<i>PARAGRAFO 2.1 – IL MERCATO AZIONARIO ITALIANO</i>	<i>14</i>
<i>PARAGRAFO 2.2 – ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET.....</i>	<i>15</i>
<i>Paragrafo 2.2.1 – I requisiti sostanziali di accesso.....</i>	<i>16</i>
<i>Paragrafo 2.2.2 – I requisiti formali di accesso</i>	<i>19</i>
<i>PARAGRAFO 2.3 – GLI ATTORI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE.....</i>	<i>21</i>
<i>Paragrafo 2.3.1 – Nomad</i>	<i>21</i>
<i>Paragrafo 2.3.2 – Lo Specialist</i>	<i>22</i>
<i>Paragrafo 2.3.3 – Altri Consulenti</i>	<i>23</i>
<i>PARAGRAFO 2.4 – EVOLUZIONE DEL MERCATO.....</i>	<i>23</i>
<i>Paragrafo 2.4.1 – Strumenti agevolativi: PIR e credito d'imposta</i>	<i>25</i>
CAPITOLO 3 – PERCHÉ UNA PMI DOVREBBE QUOTARSI SUL MERCATO AZIONARIO?.....	27
<i>PARAGRAFO 3.1 – DEFINIZIONE DI INITIAL PUBLIC OFFERING</i>	<i>27</i>
<i>Paragrafo 3.1.1 – Fasi di una IPO: Preparazione</i>	<i>28</i>
<i>Paragrafo 3.1.2 – Fasi di una IPO: Esecuzione.....</i>	<i>31</i>
<i>Paragrafo 3.1.3 – Fasi di una IPO: Aftermarket.....</i>	<i>33</i>

<i>PARAGRAFO 3.2 – LE POTENZIALITÀ PER LE PMI DI RICORRERE AL MERCATO AZIONARIO.....</i>	34
<i>PARAGRAFO 3.3 – COSTI LEGATI ALLA QUOTAZIONE SUL MERCATO AZIONARIO</i>	39
<i>CAPITOLO 4 – EVIDENZE EMPIRICHE</i>	42
<i>PARAGRAFO 4.1 – ANALISI DEL CAPITALE DI RISCHIO.....</i>	42
<i>PARAGRAFO – 4.2 – CASO PRATICO: BIO-ON.....</i>	43
<i>Paragrafo 4.2.1 – Analisi di bilancio di Bio-On.....</i>	44
<i>Paragrafo 4.2.2 – Paragone tra Bio-On e imprese comparables</i>	48
<i>CONCLUSIONI</i>	53

INTRODUZIONE

Le Piccole e Medie Imprese rappresentano la dimensione aziendale tipica di quasi la totalità delle imprese europee, contribuendo in maniera sostanziale alla creazione di occupazione e valore aggiunto. In tale contesto la Commissione Europea ha riconosciuto l'importanza di fornire agevolazioni normative *ad hoc* in grado di sostenerne lo sviluppo. A partire dagli anni 90 sono sorte nuove modalità per permettere alle PMI di reperire capitale per la propria crescita, un esempio chiarificatore è l'*Alternative Investment Market* fondato dal *London Stock Exchange Group* nel 1995 in Inghilterra; AIM Uk è stato il modello ispiratore per la creazione del complementare mercato alternativo del capitale in Italia nel 2007. L'obiettivo che l'Europa si è prefissata è quello di sopperire al mancato sviluppo dei mercati borsistici, responsabile in parte della lenta crescita economica, agevolando la creazione di nuove misure per permettere al fulcro del sistema economico europeo, le piccole e medie imprese, di divenire più competitive e performanti in grado di confrontarsi efficacemente con le rivali americane e cinesi.

Le principali motivazioni alle quali va ricondotto l'esiguo numero di imprese italiane quotate sono da ricercare nel substrato culturale e della tradizione italiana; la conduzione familiare che caratterizza la stragrande maggioranza delle imprese del Paese mal si coniuga con l'assetto aziendale che la quotazione presuppone. Il passaggio da privato a pubblico diventa sintomo di instabilità, a cui si ricollegano gli elevati costi di consulenza, i tempi eccessivamente dilatati per poter accedere ai listini azionari e la mancata percezione del maggior valore che la quotazione possa attribuire all'azienda.

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di analizzare i vantaggi che le PMI italiane possono ottenere tramite la quotazione su AIM, il listino creato per incontrare le esigenze delle imprese a piccola capitalizzazione, per rendere più concreti i vantaggi che questa nuova e moderna realtà può prefigurare.

Nella prima parte della tesi sono state effettuate delle analisi circa la concentrazione di PMI in Europa e in Italia, un confronto tra la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e quelle europee, quali le caratteristiche che definiscono tale una piccola impresa in Italia e infine quali i canali di finanziamento tradizionali. Nel secondo e terzo capitolo, invece, si è esaminato più in dettaglio il mercato AIM, i requisiti di accesso, i vincoli, i vantaggi e i costi connessi alla quotazione su questo listino. Infine, l'ultimo capitolo riporta l'esperienza di una piccola azienda con appena 3 dipendenti che ha deciso di sostenere la propria crescita e il proprio sviluppo attraverso la quotazione sul segmento di Borsa dedicato proprio alle PMI. L'analisi dell'azienda si propone di verificare empiricamente quali sono stati i risultati finanziari raggiunti e se effettivamente la quotazione ha rappresentato quella determinante in grado di realizzare la crescita dell'impresa.

Capitolo 1 – Le PMI: caratteristiche intrinseche e struttura finanziaria

Paragrafo 1.1 - Definizione e quadro generale delle PMI in Europa

L'importanza delle piccole e medie imprese (di seguito PMI) nel tessuto economico europeo ne ha reso necessaria una definizione unitaria. I parametri utilizzati per sintetizzare l'intero apparato economico per semplicità, data la moltitudine di variabili da tenere in considerazione, sono il numero di addetti impiegati e il totale di bilancio. *«La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese con meno di 250 occupati, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro».*

Questa è la definizione fornita dalla Commissione Europea nel 2003, con l'intento di chiarire e uniformare la denominazione delle aziende che rientrano in questa categoria. La raccomandazione è entrata in vigore in Italia il 1° gennaio 2005, recepita dal Ministero delle Attività produttive.

Più precisamente, nell'ambito della categoria delle PMI, si definisce:

- **Microimpresa:** l'impresa con meno di 10 occupati e un fatturato annuo (o totale di bilancio annuo) non superiore a 2 milioni di euro.
- **Piccola impresa:** l'impresa che ha meno di 50 occupati e fatturato annuo (o totale di bilancio annuo) non superiore a 10 milioni di euro.
- **Media impresa:** l'impresa con meno di 250 occupati e fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni.

Il 99% delle imprese europee sono PMI, nelle quali sono occupati circa due terzi della forza lavoro del settore privato e partecipano alla creazione di più di metà del valore aggiunto totale.

I dati dell'*Eurostat* (gli ultimi sono relativi al 2016)¹ riportano la seguente suddivisione per classi d'impresa nel territorio europeo: le microimprese rappresentano il 92,98% del totale delle imprese, le piccole il 5,9%, le medie lo 0,92% e infine le grandi raggiungono appena lo 0,21% del totale. In tale contesto la forza lavoro totale del paese è impiegata principalmente nelle micro e piccole imprese, infatti il numero di occupati per classe dimensionale è coinvolto per il 49,67% in queste aziende, per il 17% nelle medie imprese e per il 33,3% nelle grandi. Infine, le micro e piccole imprese contribuiscono alla produzione di valore aggiunto rispettivamente per il 20,40% e il 17,35%, le medie per il 18,39% e le grandi per il 43,84%. Tra i maggiori contributi delle PMI in Europa, quindi, si annovera l'elevato tasso di occupazione, ovvero l'alto numero di posti di lavoro che queste imprese assicurano, e il valore aggiunto che forniscono in termini di produzione e distribuzione di beni e servizi. In particolare, i settori che coinvolgono il maggior numero di occupati sono commercio al dettaglio e attività di servizi amministrativi, mentre i settori per i quali si registra la produzione di valore aggiunto più alta sono il *real estate*, il settore delle costruzioni e dei servizi di alloggio e ristorazione.

¹ Dati Eurostat 2016: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

L'elevatissimo numero di PMI presenti sul territorio europeo dà prova dell'importanza che queste imprese rivestono per il mercato. Le PMI sono il motore dell'economia europea, descritte sempre più frequentemente dai media come la spina dorsale del mercato, creano spirito imprenditoriale e garantiscono simultaneamente competitività e innovazione in tutta la società. Data la loro importanza la Commissione ha ritenuto di dover dare una definizione unitaria di PMI, affinché queste aziende ricevano gli adeguati strumenti di sostegno in grado di favorirne lo sviluppo. Le recenti crisi dei mutui *subprime* e dei debiti sovrani hanno sottolineato ancora di più l'importanza di queste aziende, la flessibilità e la capacità di reagire velocemente ai cambiamenti del mercato hanno chiaramente eletto le PMI come l'elemento di rilancio per l'economia europea. “*Thinking small first*” è divenuto quindi il *leit motiv* della Commissione Europea che si sta impegnando a fornire strumenti di supporto adeguati, consapevole che l'aiuto dell'istituzione pubblica è imprescindibile per garantire la ripresa dell'economia e nuovi posti di lavoro. Il Parlamento europeo, a tal proposito, si è impegnato ad elaborare degli incentivi e un esempio è Horizon2020, programma quadro con il quale l'Unione Europea ha intenzione di aumentare la competitività del mercato, creare posti di lavoro e migliorare le condizioni di vita dei cittadini europei. In particolare, questo strumento prevede una modalità specificatamente dedicata alle PMI orientate alla ricerca, all'innovazione e allo sviluppo tecnologico. Il programma ha finanziato oltre 2.800 progetti per un totale di oltre 1,2 miliardi di euro erogati a fondo perduto².

Paragrafo 1.2 – Le PMI in Italia: quadro statistico

Gli ultimi dati elaborati dall'Istat, circa il numero di imprese e addetti presenti sul territorio italiano, risalgono al 2016³. L'anno si è concluso con un totale di 4.390.911 imprese attive, di cui il 99,91% sono PMI. Dalle seguenti tavole si riscontra che in Italia il maggior numero di imprese e quelle che conseguentemente coinvolgono il maggior numero di addetti sono le microimprese, ovvero quelle con numero di dipendenti inferiore a 10. In particolare, il settore di riferimento della maggior parte delle microimprese è quello del commercio all'ingrosso e al dettaglio; per le successive tipologie di imprese invece il settore che ne vede coinvolte il maggior numero è sempre lo stesso, ovvero il settore manifatturiero.

Tavola n.1.1 - Numero imprese attive

	MICRO	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE
Ateco 2007	< 10	< 50	< 250	>250	

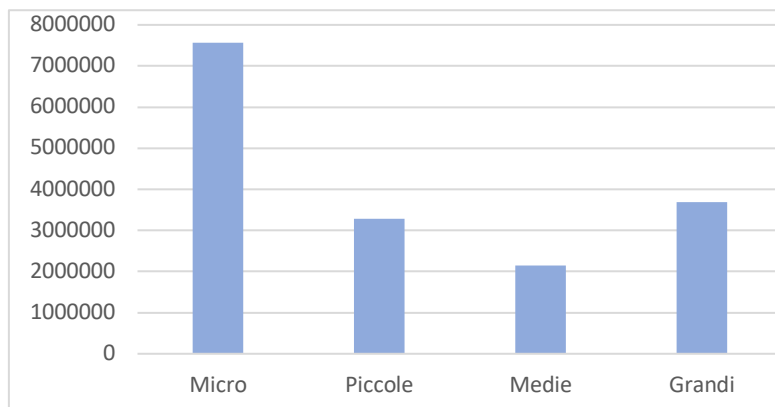
² L. Orlando (2017). *Fondi Horizon: Italia sul podio per numero di progetti e fondi raccolti*. Tratto da *Il Sole24Ore* sezione Economia <https://www.ilssole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-08-21/fondi-horizon-italia-podio-numero-progetti-e-fondi-raccolti-151411.shtml?uuiid=AEHiIcFC>

³ Dati Istat 2016: <http://dati.istat.it/Index.aspx?QueryId=20771>

Totale	4.180.870	184.098	22.156	3.787	4.390.911
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	1.067.047	35.123	2.722	504	1.105.396
Attività manifatturiera	319.021	59.118	8.491	1.236	387.866
Costruzioni	489.349	18.193	1.074	80	508.696
Alberghi e ristoranti	301.816	20.808	820	119	323.563
Fornitura di acqua, energia elettrica e gas	17.786	2.235	593	171	20.785

Fonte: Istat. Dati 2016

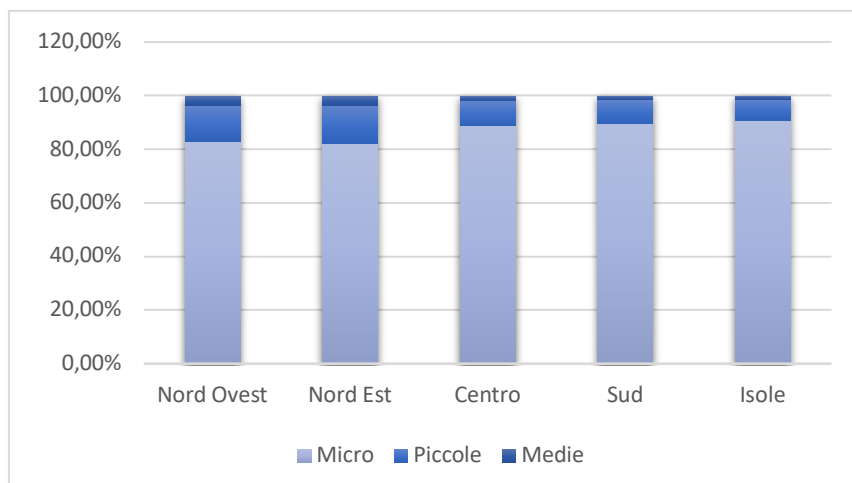
Tavola n.1.2 - Numero addetti delle imprese attive (valori medi annui)



Fonte: Istat. Dati 2016

È da precisare che la struttura organizzativa delle aziende è espressione del *business* in cui operano, alcuni settori quindi, come quello dell'attività manifatturiera o quello della fornitura di acqua ed elettricità, prediligono aziende di grandi dimensioni, in cui il vantaggio competitivo risiede nella capacità di realizzare economie di scala. Per settori come quello alberghiero e di ristorazione, invece, la natura strutturale delle micro e piccole imprese si addice di più alla fisionomia del mercato, dove il vantaggio competitivo è identificabile nella capacità di reazione ai mutamenti dell'ambiente, nel processo decisionale breve e nel focus sui clienti che permette di soddisfare le loro esigenze in maniera più veloce ed adeguata.

Tavola n.1.3- Distribuzione delle imprese per area geografica



Fonte: Analisi interne Banca IFIS su dati di società
con bilancio depositato in Camera di Commercio.
Dati 2016

La distribuzione delle imprese sul territorio italiano, come riportato nella tavola n.1.3, evidenzia una concentrazione maggiore di micro e piccole imprese al centro, nel sud e nelle isole rispetto al settentrione, in cui è più facile trovare aziende di più grandi dimensioni. Tale fenomeno può essere ricondotto in prima istanza al mancato sviluppo dell'area del Mezzogiorno, e in secondo luogo all'arena competitiva in cui si trovano ad operare le aziende del Sud Italia, il mercato meridionale è infatti un mercato specializzato in cui le dimensioni non sono un fattore decisivo.

Paragrafo 1.2.1 - Caratteristiche distintive di una PMI italiana

Il sistema economico italiano è fortemente influenzato da un capitalismo di tipo familiare, che ha determinato la forte presenza sul territorio di PMI a conduzione familiare. Questo tipo di aziende si fonda sulla figura del “capo famiglia”, individuo dotato di uno spiccato spirito imprenditoriale che decide di avviare l'attività d'impresa, spesso collocando membri della propria famiglia in posizioni chiave dell'azienda. La famiglia non solo detiene il capitale azionario, ovvero la proprietà, ma si occupa anche della gestione strategica ed operativa, con conseguente eliminazione di figure professionali di *manager* esterni. Gli elementi caratterizzanti le PMI italiane a conduzione familiare sono quindi il processo decisionale breve, con focus sulla figura dell'imprenditore che si assume la responsabilità di tutte le decisioni relative all'attività, e la centralizzazione del capitale azionario, con esclusione di investitori esterni. Da questi elementi si possono dedurre prioritariamente due considerazioni: in primo luogo la chiusura ad investitori esterni ha fatto prediligere il canale bancario come mezzo di finanziamento; in secondo, la mancanza di una struttura manageriale adeguata ha comportato problemi di tipo qualitativo nel momento di ricambio generazionale. La mancanza della divisione tra proprietà e controllo ha conseguenze sulle politiche di finanziamento; non essendo il capitale azionario diffuso tra una platea di investitori ma invece essendo piuttosto concentrato, il mercato dei capitali non si qualifica come la tradizionale forma di reperimento di fondi, che invece trova evidenza nel capitale di debito. In secondo luogo, dal momento che lo spirito imprenditoriale non è ereditario, nel momento in cui subentrano nuovi individui al posto dell'originario fondatore, non è assicurata la continuità aziendale, e per questo il passaggio intergenerazionale nelle PMI può risultare dannoso e rischioso se non adeguatamente gestito. Queste due variabili, mancanza di azionariato diffuso e struttura manageriale, rappresentano dei vincoli allo sviluppo dimensionale delle tradizionali imprese italiane.

Paragrafo 1.3 – Analisi della struttura finanziaria delle PMI

Tra le scelte di investimento di un'impresa e i fondi generati internamente spesso esiste una discrasia che obbliga l'impresa a ricorrere a forme di finanziamento esterne, che si sostanziano in *equity* o indebitamento. Le PMI italiane sono orientate al sistema degli intermediari finanziari e quindi utilizzano principalmente la prima forma di finanziamento, ovvero l'indebitamento. L'indebitamento bancario è la forma privilegiata di

finanziamento per due motivi in particolare, il settore in cui operano le piccole imprese non richiede investimenti durevoli quanto piuttosto finanziamenti a breve scadenza, il fabbisogno finanziario si concretizza infatti, essenzialmente, in esigenze di capitale circolante netto. Il secondo motivo per il quale le imprese ricorrono al capitale di debito dipende da un fattore organizzativo e strutturale, infatti le PMI tendono ad avere orizzonti di breve termine proprio perché tutta l'attività dell'azienda si fonda sulla capacità dell'imprenditore e, considerato ciò, il canale bancario sembra la via più veloce ed efficace. La pianificazione finanziaria e più in generale la visione di lungo periodo non sono quasi totalmente sviluppate, di conseguenza un'ulteriore carenza è rappresentata dall'assenza di strumenti quali i *business plan* o il controllo di gestione, che se correttamente inseriti nella strategia aziendale possono aiutare a chiarificare il fabbisogno finanziario di medio-lungo periodo. Alla luce di queste considerazioni è chiaro come il capitale di debito rappresenti la via più rapida e flessibile di finanziamento per le PMI.

I motivi principali per i quali le imprese italiane fanno largo ricorso al credito bancario non sono tutti da ricollegare a questioni del sistema impresa, infatti va precisato che anche il sistema politico italiano ha delle responsabilità. Il contesto politico di riferimento è importante per permettere alle imprese di attingere alle risorse necessarie al loro sviluppo, altrimenti difficile da ottenere. Il governo italiano, a tal proposito, non ha incentivato il ricorso al mercato del capitale di rischio in maniera adeguata, sia per quanto riguarda modalità di finanziamento sia per quanto riguarda l'accesso delle imprese in Borsa. Il settore pubblico, che storicamente incanalò i risparmi degli italiani verso strumenti a reddito fisso, e l'inflazione passata, che alzò i tassi d'interesse, ha qualificato strumenti quali i Titoli di Stato come gli strumenti privilegiati per ottenere un rendimento sicuro, rispetto agli investimenti in titoli azionari. I Titoli di Stato inoltre fino al 1986 erano esenti da imposizione fiscale.

Il malgoverno e l'alto deficit del paese ha determinato una forte pressione fiscale e la possibilità di dedurre gli oneri finanziari ha ulteriormente spianato la strada al credito bancario. Da ciò si evince come tradizionalmente l'orientamento al mercato non faccia parte dell'attitudine del risparmiatore e imprenditore italiano, il quale vede ancora nella banca lo strumento più sicuro per reperire e investire capitale.

Paragrafo 1.3.1 – Analisi del capitale di debito

Il ricorso al debito consta di tre **vantaggi** in particolare: deducibilità degli oneri finanziari, forma di regolamento delle scelte del *management*, minimizzazione dei costi legati alle asimmetrie informative.

- Deducibilità degli oneri finanziari: l'impiego di capitale di debito permette di dedurre dal reddito imponibile gli interessi connessi al debito e, di conseguenza, di ottenere un vantaggio fiscale.

Il vantaggio fiscale può essere determinato in due modi:

- 1) Calcolare il valore attuale dei risparmi d'imposta e aggiungerlo al valore dell'impresa priva di debito (*unlevered firm*).

Per calcolare il valore attuale del risparmio d'imposta bisogna assumere tre ipotesi: il debito è permanente, il tasso di sconto per attualizzare i futuri flussi di risparmio è pari a r_d ; l'impresa produce un reddito tale da garantire l'effettiva deducibilità degli interessi.

$$\text{Valore attuale del vantaggio fiscale} = \frac{(D \times r_d \times T_c)}{r_d} = D \times T_c$$

D = ammontare del debito

T_c = aliquota marginale di tassazione

R_d = tasso di sconto

$$\text{Valore dell'impresa} = \text{unlevered firm} + D \times T_c$$

Quando vengono introdotte le imposte personali, le risorse da destinare ai creditori aumentano e l'obiettivo dell'impresa è quello di minimizzare il valore attuale di tutte le imposte, non solo quelle sul reddito.

$$\text{Valore attuale del vantaggio fiscale} = \left[1 - \frac{(1-T_c) \times (1-T_e)}{(1-T_d)} \right] \times D$$

T_d = aliquota d'imposta personale sugli interessi

T_e = aliquota personale sul reddito da azioni

Se $T_d = T_e$ la politica di indebitamento è irrilevante.

Se $T_e < T_d$ il vantaggio fiscale si riduce rispetto alla situazione con sole imposte societarie.

Se $T_e > T_d$ il vantaggio fiscale è maggiore rispetto alla situazione con sole imposte societarie.

2) Utilizzare il costo del debito al netto delle imposte per calcolare il WACC.

$$\text{WACC al netto delle imposte} = r_d(1 - T_c)D \frac{D}{V} + r_e \frac{E}{V}$$

Calcolare il WACC, costo medio ponderato del capitale, permette di evidenziare come all'aumentare dell'aliquota di tassazione si riduca il costo del debito dell'impresa.

Ad evidenza di quanto riportato, si può affermare che imprese soggette ad aliquote fiscali più alte hanno maggiore convenienza a indebitarsi e che, a seconda delle variazioni marginali delle aliquote, conviene variare il proprio rapporto di indebitamento.

- Forma di regolamento delle scelte del *management*: il pagamento degli interessi, connessi al capitale di debito, rappresentano una forma di disciplina del comportamento del *management* nella gestione dei *free cash flows*. Abbondanti flussi di cassa, infatti, possono indurre il *management* ad investire in progetti con VAN negativo o a considerare con indulgenza eventuali errori di gestione, poiché consapevoli di avere risorse sufficienti per rimediare. Questo vantaggio presenta tuttavia dei limiti, se da una parte il dover corrispondere degli interessi è una forma di regolamento del comportamento, dall'altra il debito inevitabilmente gonfia le risorse finanziarie disponibili, le quali potrebbero indurre il vertice ad adottare comportamenti negligenti investendo in progetti con VAN negativo e accettando progetti rischiosi che bruciano il valore dell'impresa.
- Minimizzazione dei costi legati alle asimmetrie informative: l'informazione asimmetrica, tipica dei mercati imperfetti, implica che il *management* sia più informato circa il valore e il rischio

dell'impresa rispetto agli investitori esterni. Dal momento che l'informazione imperfetta influenza le scelte di finanziamento, si delinea un ordine gerarchico di scelta, noto come *pecking order*. Il *pecking order* vede al primo posto l'autofinanziamento, attraverso utili non distribuiti; poi l'emissione di debito e infine nuove emissioni di azioni. L'informazione asimmetrica predilige il ricorso all'indebitamento prioritariamente all'*equity* poiché emettere nuove azioni significa ridurne il valore, ed è per questo che il ricorso al capitale di rischio è una modalità di finanziamento residuale. Considerando la razionalità di entrambi i gruppi, investitori e *manager*, l'impresa che potrà indebitarsi lo farà. La teoria del *pecking order* tuttavia non vuole dimostrare che il ricorso al capitale di rischio sia in qualsiasi caso svantaggioso, infatti per imprese con alto rapporto di indebitamento sarebbe più conveniente emettere nuove azioni piuttosto che aumentare il debito, rischiando quindi il dissesto. Inoltre, per le imprese innovative e in crescita il cui *core business* è l'alta tecnologia, data l'immaterialità delle loro attività, il costo connesso ad un possibile fallimento o dissesto sarebbe troppo oneroso, per questo emettere nuove azioni è la via di finanziamento preferibile. La conclusione della teoria è che le imprese dovrebbero in prima istanza fare ricorso ai fondi generati internamente, evitando del tutto i costi di emissione e i problemi di informazione, e in seguito dopo aver valutato il contesto normativo e il settore di appartenenza dell'azienda decidere se emettere debito o nuove azioni.

Il ricorso al debito implica anche degli **svantaggi**: costo del dissesto e del fallimento, costi di agenzia e costi connessi alla perdita di flessibilità aziendale.

- Costo del dissesto e del fallimento: il dissesto si realizza quando non si riesce a far fronte alle obbligazioni contratte, il dissesto comporta dei costi e può portare al fallimento. I costi associati a questo fenomeno equivalgono al rapporto tra probabilità che si verifichi il dissesto e gli eventuali costi da sopportare. I costi si dividono in diretti e indiretti, quelli diretti sono essenzialmente costi legali e amministrativi, mentre quelli indiretti comprendono ad esempio l'allontanamento dei dipendenti più qualificati, l'investimento in progetti con VAN negativo, la possibilità che i fornitori, data la situazione di difficoltà in cui verte l'azienda, decidano di interrompere i rapporti lavorativi. Finora è stato spiegato come i benefici fiscali aumentino all'aumentare del debito, ma all'aumentare del debito aumenta anche la probabilità di dissesto, la quale incide negativamente sul valore dell'azienda. Si realizza quindi un *trade off* tra benefici del debito e costi del dissesto, in cui l'ottimo teorico si raggiunge quando il valore attuale dei benefici fiscali, dati da un maggior indebitamento, viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi del dissesto. Inizialmente il valore dell'impresa aumenta all'aumentare dell'indebitamento, ma quando i costi del dissesto superano il valore attuale dei benefici fiscali il valore di mercato dell'impresa diminuisce.

I costi di dissesto dipendono, altresì, dal tipo di attività e dal ciclo di vita dell'impresa. Le imprese con *assets* intangibili (come le compagnie aeree) hanno rapporti di indebitamento più elevati poiché gli *assets* sono facilmente liquidabili, quindi i costi del dissesto connessi sono minori. Per le imprese

il cui *core business* si basa su *assets* intangibili (come le imprese di servizi) i costi del dissesto erodono maggiormente il valore dell'impresa, in quanto il valore dell'attività è strettamente collegato al suo funzionamento e le perdite sarebbero maggiori, motivo per il quale in questo tipo di aziende i rapporti di indebitamento sono piuttosto bassi.

- Costi di agenzia: i conflitti di interesse tra *management* e creditori aumentano all'aumentare dell'indebitamento, incentivando il *management* ad assumere comportamenti a danno dei creditori, i quali richiederanno tassi d'interesse più elevati, riducendo di conseguenza il valore di mercato dell'impresa. All'aumentare del debito, come già spiegato, i *manager* possono sentirsi più tutelati ad intraprendere progetti rischiosi (*risk shifting*) che restituiscano rendimenti elevati piuttosto che investire in progetti con VAN positivo ma che non remunerano abbastanza da evitare il fallimento (*underinvestment*). Infine, un altro comportamento che può verificarsi e in funzione del quale i creditori decidano di aumentare gli interessi, è quello di dismettere parti rilevanti dell'attivo e prosciugare gli *assets* aziendali.

I costi di agenzia e del dissesto diminuiscono il valore di mercato dell'impresa, il calcolo dell'*adjusted present value* (APV) permette di chiarire quali sono gli elementi che apportano valore e quali invece lo erodono.

$$APV = \text{unlevered firm} + \text{VA del vantaggio fiscale del debito} + \text{VA del dissesto}$$

- Costi connessi alla perdita di flessibilità aziendale: *Donaldson* definisce la flessibilità aziendale come “la capacità dell'azienda di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali che emergono dalle nuove informazioni sull'impresa e sull'ambiente in cui opera”. L'aumento del debito comporta la perdita di gradi di flessibilità in termini di investimento, poiché i maggiori oneri connessi al debito vincolano l'impresa nella scelta dell'impiego delle fonti disponibili.

Paragrafo 1.3.2 - Analisi comparata delle scelte di finanziamento e investimento tra Italia, Germania, Spagna e Francia.

Un'analisi comparata delle scelte di finanziamento permette di evidenziare le differenze che intercorrono tra un paese e l'altro. Innanzitutto, come già evidenziato precedentemente, le PMI prediligono forme di finanziamento esterno che si concretizzano soprattutto in debiti, infatti il totale delle *liabilities* è di molto superiore al capitale proprio (*equity*) in tutti i paesi oggetto di analisi, in particolare per l'Italia il 62,94%⁴ delle passività è costituito da debiti verso istituzioni finanziarie e non finanziarie. Per quanto concerne gli investimenti (acquisti meno vendite e dismissioni) l'Italia detiene la percentuale più bassa tra i quattro paesi, il coefficiente misura 1,41 per le attività fisse e 0,27 per le attività finanziarie. Difatti, in Italia più della metà del capitale aziendale viene investito in attivo circolante (75,05%), si predilige utilizzare i fondi disponibili

⁴ I dati della composizione del passivo delle PMI Italia, non presenti nella tabella, sono stati ricavati da: <https://www.bach.banque-france.fr>

per finanziare l'attivo corrente, che partecipa attivamente all'aumento della liquidità, piuttosto che investire i fondi disponibili in immobilizzazioni. Tale tendenza è inoltre riscontrabile anche per gli altri paesi, infatti il coefficiente che misura l'investimento in attivo circolante è superiore al 50% anche per Germania, Francia e Spagna. Un indice indicativo della struttura finanziaria è l'indice di leva finanziaria *liabilities to equity*, un elevato rapporto di questo coefficiente indica che l'impresa si sta finanziando primariamente tramite capitale di debito. L'Italia, a tal proposito, si discosta di molto dagli altri paesi per il valore più alto che misura 246,92, il quale informa circa la difficoltà per le imprese di ricorrere ad ulteriori finanziamenti tramite il canale bancario, in quanto difficilmente le istituzioni creditizie concederanno ulteriori prestiti a chi verte già in una situazione rischiosa. Inoltre, se il rapporto è elevato, l'impresa è più esposta a eventuali *price attacks*, che impongono di mantenere prezzi elevati in grado di assicurare flussi di cassa adeguati a pagare gli interessi sul debito. L'ultimo rapporto analizzato per quanto concerne la struttura finanziaria è l'*EBITDA over interest on financial debt*, utilizzato per asserire se l'azienda sia sufficientemente profittevole da compensare le spese per gli interessi sul debito. Tale rapporto per l'Italia misura 777,01, per la Germania 1237,99, per la Spagna 1041,98 e per la Francia 1233,88.

Dall'analisi di questi dati si può evincere che l'Italia tra i paesi considerati è quello più orientato al mercato degli intermediari, l'apporto di *equity* è piuttosto esiguo e la maggior parte delle attività sono finanziate tramite debito. Il paese presenta inoltre il valore più alto di interessi sul debito ed è interessante notare come anche il valore delle tasse da corrispondere sul reddito imponibile sia il più alto tra i paesi considerati. Nonostante le PMI italiane quindi abbiano evidentemente preferito non utilizzare mezzi propri per finanziare le attività, gli indici di profittabilità non delineano un quadro positivo, in particolare il ROI, misura della capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito è inferiore a quello di tutti i paesi, sinonimo che il capitale preso a prestito non remunera adeguatamente e che gli investimenti non sono redditizi. Il ROS, indice della redditività delle vendite e della capacità di realizzare margini positivi, è in linea con quello degli altri paesi, le aziende sono quindi in generale in grado di generare flussi di cassa positivi. Infine, il ROE, misura del rendimento del capitale netto, nonostante sia maggiore di 1 è inferiore a quello di Germania, Spagna e Francia collocandosi ad un livello dell'8,1%, le PMI italiane si presentano quindi come meno profittevoli rispetto alle altre imprese europee delle stesse dimensioni. Il ROE è il principale indice di profittabilità, utilizzato per confrontare investimenti tra differenti società, in quanto informa se il capitale investito sia stato in grado di generare ricchezza, tuttavia l'elevato valore dell'indice non è sempre positivo. Dividendo l'indice nelle sue componenti, ROI – rapporto di indebitamento complessivo – incidenza dell'imposizione fiscale, si può capire infatti come un alto rapporto possa essere dovuto ad un effetto leva, ovvero ad un aumento dell'indebitamento, che aumenta l'indice ma non informa circa lo speculare aumento di profittabilità derivante da un maggiore indebitamento.

Tavola n.1.4 – Financial Structure Ratios for Small and Medium Enterprises

COEFFICIENTI	ITALIA	GERMANIA	SPAGNA	FRANCIA
--------------	--------	----------	--------	---------

Tot Liabilities	71,17	61,93	55,84	61,39
Tot Equity	28,83	38,07	44,16	38,61
Current Assets/ Tot Assets	75,05	79,30	67,49	71,26
Liabilities to equity ratio	246,92	162,68	126,46	158,99
EBITDA over Interests on financial debt	777,01	1237,99	1041,98	1233,88
ROE	8,10	16,34	7,69	10,86
ROS	4,37	4,77	4,51	3,83
ROI	3,85	9,01	4,61	5,76
Interest on financial debt	0,59	0,4	0,45	0,34
Tax on profit	1,15	0,93	0,79	0,88

Fonte: Elaborazione personale dati Banque De France; 2019.

Capitolo 2 – Il mercato del capitale di rischio in Italia per le PMI

Paragrafo 2.1 – Il mercato azionario italiano

I mercati azionari in Italia sono gestiti da Borsa Italiana, un tra le più importanti Borse d'Europa, nata nel 1988 e oggi parte del *London Stock Exchange Group*. Si tratta di una società il cui obiettivo principale è quello di gestire gli scambi di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati e altri) che hanno luogo nei mercati finanziari e di garantire il corretto funzionamento di quest'ultimi attraverso la supervisione delle negoziazioni e degli obblighi di operatori ed emittenti. Le negoziazioni avvengono prevalentemente per via telematica, infatti il mercato degli scambi è completamente elettronico e Borsa Italiana svolge, in tal senso, attività di vigilanza assicurando che tutto nella piattaforma *online* si svolga correttamente. I mercati azionari gestiti da Borsa Italiana sono tre: l'MTA, il MIV, e l'AIM Italia sul quale si concentra il presente elaborato. L'MTA è il mercato telematico azionario italiano, in cui vengono negoziati azioni, obbligazioni convertibili, diritti d'opzione, *warrant* e quote di OICR. Borsa Italiana ripartisce gli strumenti finanziari in segmenti omogenei, la nuova segmentazione è effettuata per capitalizzazione seguendo la classificazione degli indici FTSE: *Large Cap*, *Mid Cap*, *Small Cap*. Fa parte dell'MTA il segmento STAR, segmento di eccellenza per imprese di media capitalizzazione con regolamentazione più stringente per trasparenza informativa e liquidità. Infine, compreso nell'MTA, vi è il segmento MTA *International*, in cui vengono negoziate azioni di emittenti esteri già quotati in altri mercati regolamentati.

Il MIV è il mercato degli *investment vehicles*, il cui obiettivo è quello di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento, quali *investment companies*, fondi *private equity*, fondi specializzati, fondi di fondi, fondi chiusi immobiliari e *Special Purpose Acquisition Companies*.

Infine, l'*Alternative Investment Market* (AIM) è il mercato multilaterale gestito e organizzato da Borsa Italiana dedicato alle PMI, di cui si parlerà più dettagliatamente nel prossimo paragrafo.

Paragrafo 2.2 – Alternative Investment Market

L'AIM nasce in Italia nel 2008 come strumento per permettere alle imprese di piccola e media capitalizzazione, asse portante dell'economia del Paese, di reperire capitali per sostenere la loro crescita in maniera rapida e semplificata. Il primo mercato di questo tipo fu creato nel 1995 dal *London Stock Exchange*, oggi conta più di 3.600 aziende quotate e si qualifica come il mercato per la crescita di più successo al mondo⁵. AIM si rivolge ad imprese dinamiche, ambiziose e concorrenziali, in cerca di una modalità, regolamentata ed equilibrata, per finanziare le proprie attività. Questo mercato è stato modellato sulla base delle esigenze e della struttura delle imprese piccole e medie, configurando un segmento separato di Borsa Italiana. Attualmente sul mercato italiano sono quotate 115 PMI appartenenti a 13 settori diversi, il capitale totale raccolto tramite la quotazione è di 3,7 miliardi di euro e la capitalizzazione totale è di 6,9 miliardi di euro.⁶ “Aiutiamo le imprese a pensare in grande” questo è lo *slogan* di Borsa Italiana in merito al mercato alternativo, AIM si configura come un acceleratore di progetti, uno strumento attraverso il quale reperire capitale in maniera veloce ed efficace, uno strumento che permette alle imprese italiane di aumentare la propria competitività non solo in territorio nazionale ma anche internazionale, configurandole come *players* all'altezza di competere nei mercati più dinamici e concorrenziali del mondo. Le PMI interessate a quotarsi sono imprese dall'alto tasso di crescita, giustificato dall'investimento in progetti credibili e sostenibili nel tempo, con una struttura finanziaria bilanciata e una *vision* di lungo termine accattivante e prorogabile nel tempo, adeguata ad attrarre un pubblico diversificato di investitori. In questo senso, quindi, AIM non si propone come strumento di ultima istanza per imprese che vertono in difficoltà finanziarie, che hanno bisogno di capitali per evitare il dissesto o per finanziare le proprie attività laddove il coefficiente di leva è così alto che le banche si rifiutano di concedere ulteriori prestiti, bensì le imprese che fanno ricorso a questo metodo alternativo di reperimento di fondi sono imprese equilibrate dal punto di vista finanziario, con una *vision* forte e sostenibile, operanti in settori in espansione, con progetti credibili e che possano incontrare il favore di soggetti istituzionali interessati ad investire. Si tratta quindi di imprese con orizzonti di lungo termine, interessate alla quotazione per ottenere un miglioramento del proprio *statuts* in termini di qualità e credibilità nei confronti di investitori, fornitori e clienti, imprese che cercano oltre ai mezzi per sostenere la propria crescita anche la visibilità adeguata per attrarre nuove idee e talenti,

⁵London Stock Exchange, For Companies & Advisers, AIM: <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>

⁶ Borsa Italiana, dati di fine aprile 2019; <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

aumentare la *brand awareness* e migliorare la struttura aziendale, imprese che guardano alla quotazione come il metodo per valutare le proprie società e permettere di competere in contesti globali.

Borsa Italiana, consapevole delle caratteristiche intrinseche delle PMI che le contraddistinguono dalle imprese normalmente quotate sul mercato azionario, oltre al fattore dimensionale, ha pensato di realizzare un mercato disegnato specificatamente per incontrare le esigenze di queste particolari imprese. Infatti, per quotarsi su AIM le imprese non hanno gli stessi oneri delle altre società che si quotano su segmenti differenti, i requisiti di ammissibilità sono più flessibili così come minori sono anche gli obblighi di *disclosure*.

Paragrafo 2.2.1 – I requisiti sostanziali di accesso

Le società che intendono quotarsi devono adeguarsi a dei requisiti formali e sostanziali⁷, capaci di asserire l' idoneità dell'impresa che si accinge a intraprendere il percorso di quotazione. I requisiti sostanziali che le PMI devono possedere perché la quotazione abbia successo sono:

- Solido track record: l'impresa emittente deve dimostrare di aver ottenuto nel tempo risultati economici positivi, una gestione finanziaria solida e una consolidata *leading position* nel settore di riferimento.
- Strategia chiara e sostenibile: le PMI che intendono accedere al mercato dei capitali devono avere una pianificazione strategica di lungo termine chiara e sostenibile nel tempo, i loro progetti di crescita devono essere credibili e giustificati da una redditività in aumento, ovvero gli investimenti realizzati devono risultare profittevoli e in grado di generare nel futuro marginalità positive.
- Struttura Finanziaria equilibrata: chi intende quotarsi deve presentare una struttura delle passività calibrata. Il rapporto di indebitamento non deve essere troppo alto, perché, come già ribadito, il ricorso al mercato dei capitali non è una modalità di ultima istanza per accedere a fondi che altrimenti non si otterrebbero. Una struttura finanziaria bilanciata è espressione di un rapporto di leva ($\frac{\text{debiti}}{\text{equity}}$) non superiore ad 1, in quanto maggiore è il rapporto maggiore è il debito; un indice di copertura degli interessi ($\frac{EBIT}{\text{interessi}}$) superiore a 2, infatti le banche si sentono tutelate solo quando tale indice supera questa soglia; e infine un elevato quoziente di liquidità corrente ($\frac{\text{attività correnti}}{\text{passività correnti}}$), in quanto le istituzioni creditizie non vedono di buon occhio le imprese illiquide, capaci di vertere in situazioni di insolvenza con maggiori probabilità. La capacità di convertire le proprie attività in liquidità in poco tempo, infatti, è una garanzia per le banche che l'impresa sarà in grado di saldare i propri conti. Rapporto di indebitamento, copertura degli interessi e quoziente di liquidità sono tre *ratios* indicativi di una gestione efficiente dei fondi e delle passività.

⁷ PMI Capital – Il Processo di quotazione su AIM Italia – 2017 – pmicapital.it; Borsa Italiana, Requisiti AIM Italia <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/requisitiAIMitalia/requisitiAIMitalia.htm>

- Settore in espansione: le PMI che intendono quotarsi devono mostrare tassi di redditività in crescita, tale rendimento positivo è possibile solo se l'azienda opera in settori trainanti per lo sviluppo dell'economia, con margini di crescita evidenti e sostenibili.
- Posizionamento competitivo e leadership di mercato: in tali settori l'impresa che vuole accedere al mercato dei capitali deve posizionarsi come *leader*, ovvero deve aver adottato una strategia in grado di differenziarla dagli altri *players* di mercato, facendola percepire come unica nella mente di clienti e potenziali fornitori di fondi. La *value proposition* dell'azienda deve essere attraente per gli investitori, evidenza del vantaggio competitivo insito nella strategia aziendale, in grado di realizzare profitti sostenibili e maggiori degli altri *competitors* del settore.
- Struttura manageriale solida: il *management* deve avere un'idea chiara della *mission* e *vision* dell'impresa, che deve trasmettere in maniera efficace a tutti i dipendenti dell'azienda. L'organizzazione tutta, infatti, consapevole del target da raggiungere lavora in maniera sinergica per partecipare alla creazione di valore. Responsabilità e ruoli sono ben definiti all'interno di un organigramma strutturato, e tuttavia interdipendenti tra loro, tutti concorrono al raggiungimento degli obiettivi che il *management* si è impegnato a definire e coordinare.
- Credibilità dell'azienda ed expertise del management: il *management* di un'azienda che intende quotarsi deve essere credibile, deve saper trasmettere a dipendenti, clienti, fornitori e investitori le tangibili prospettive di crescita che si delineano per l'azienda; dal *background* variegato deve mostrarsi capace di poter affrontare adeguatamente il processo di quotazione e guidare l'azienda verso il successo.
- Capacità di innovazione: l'innovazione consiste nell'adozione di un concetto, processo o comportamento nuovo per il settore, mercato e ambiente di riferimento in cui l'impresa opera. Tale tipo di cambiamento deve essere l'elemento centrale delle strategie delle PMI che si accingono ad intraprendere il percorso di quotazione. In un contesto globale in cui i cambiamenti sono così rapidi e la competizione crescente, le aziende di piccola capitalizzazione devono guardare a questa modalità alternativa di reperimento di capitali come lo strumento che permetterà di implementare al meglio l'innovazione nella strategia aziendale, rendendo il processo produttivo più dinamico e competitivo.
- Orientamento all'internazionalizzazione: le imprese che intendono accedere al mercato dei capitali devono dimostrare la concreta volontà di raggiungere visibilità a livello internazionale. La crescita, principale determinante per intraprendere la quotazione, non deve limitarsi al mercato nazionale bensì riguardare il contesto globale. In ambienti sempre più competitivi e dinamici l'aumento di visibilità dato dalla quotazione diviene il marchio attestante la qualità dell'impresa. Il miglioramento dell'immagine legato alle società quotate, sul mercato internazionale, permette di attirare più facilmente *manager* qualificati e allo stesso tempo il *management* si sente più motivato a contribuire attivamente alla creazione di valore per l'impresa, dato dal continuo giudizio del mercato, dei soggetti interessati e della stampa finanziaria. La quotazione, quindi, innesca una sorta di circolo virtuoso che, a partire dalla

volontà dell'impresa di reperire risorse per la crescita e lo sviluppo aziendale, incoraggia il *management* a produrre risultati migliori.

- **Trasparenza contabile:** i documenti contabili delle imprese devono essere chiari e trasparenti, attestanti la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda al momento della quotazione. Il bilancio deve essere redatto secondo i principi contabili nazionali OIC o internazionali IAS/IFRS. Le scritture contabili devono essere intelleggibili e di facile comprensione per gli *stakeholders*, in modo tale che il vaglio dei dati sia facile ed immediato. La trasparenza e chiarezza contabile si sostanziano, quindi, in un'adeguata classificazione delle voci di bilancio coerenti con i principi contabili, *conditio sine qua non* per permettere il controllo e monitoraggio da parte degli organi di vigilanza preposti. È importante che i documenti rispecchino la realtà aziendale poiché nel momento in cui un'impresa deciderà di quotarsi sarà soggetta al controllo di una moltitudine di soggetti interessati al suo andamento economico e finanziario, quindi, per agevolare la conoscibilità dei dati, le imprese devono sottostare a specifici obblighi di redazione e pubblicazione dei documenti.

Quindi, per concludere, gli investitori che intendono sottoscrivere parte del capitale di queste PMI, verificano che le imprese rispondano ad una serie di requisiti sostanziali. Infine è proprio questo l'obiettivo della quotazione e in particolare della fase di collocamento, convincere la platea delle potenzialità dell'impresa. Ciò che interessa agli investitori è il rendimento a cui vanno incontro investendo in una società piuttosto che in un'altra, sia in termini di dividendi che di *capital gain*, quindi nel delineare le prospettive di ulteriore sviluppo le imprese devono essere credibili e convincenti. A tal fine, affidabilità, coerenza, attendibilità sono i *driver* che devono guidare il *management* nella presentazione del proprio piano e della propria strategia, la quale deve essere ambiziosa ma contemporaneamente realistica e sostenibile. Il sistema di pianificazione deve dimostrare la linearità tra gli obiettivi verso cui tende l'azienda e i risultati finora raggiunti (come già ribadito il *track record* deve essere solido per giustificare le favorevoli prospettive per l'azienda), in questo contesto un elemento determinante per il successo è la struttura organizzativa, che deve essere adeguata e formalizzata. All'inizio dell'elaborato si è affermato che la prevalenza delle PMI italiane sono imprese a conduzione familiare e l'ingresso in un contesto competitivo completamente differente può essere motivo di instabilità. Infatti, spesso in questo tipo di aziende, c'è una commistione tra patrimonio aziendale e patrimonio personale, tale problema deve essere preventivamente risolto e il capitale aziendale deve essere necessariamente distinto da quello dei soci. Da ciò si evince quindi la complessità dell'operazione e dell'apertura del capitale ad altri soci che la quotazione rappresenta, e proprio per questo la figura chiave è quella del *management*. Il *manager* deve dimostrare chiaramente le potenzialità della società e la solidità della struttura che può sopportare efficacemente un cambiamento culturale ed organizzativo: l'obiettivo d'ora in poi sarà la massimizzazione del valore per gli azionisti. Il *manager* deve convincere i potenziali investitori che quello della società è un *business* di successo, giustificato da una posizione di *leadership* nel settore di riferimento, da una forte tendenza all'innovazione e all'internazionalizzazione, nonché da una struttura finanziaria equilibrata che non faccia

presagire possibili dissesti nel futuro. Infine, ulteriore requisito che i fornitori di fondi cercano in un'azienda, che appresta a quotarsi, è la trasparenza della comunicazione contabile verso l'esterno. Dopo la quotazione l'impresa dovrà sottostare a più stringenti obblighi di *disclosure* e, a tal proposito, saper comunicare agli *stakeholders* le informazioni in modo tempestivo ed efficace è indicativo della qualità dell'impresa. Saper produrre dati completi e corretti, infatti, è una determinante su cui successivamente essere valutati in qualità di emittente, durante la fase di collocamento.

Paragrafo 2.2.2 – I requisiti formali di accesso

I requisiti formali che le PMI devono possedere per accedere ad AIM, si dividono tra fase di IPO (*Initial Public Offering*, di cui si parlerà dettagliatamente in seguito) e post IPO⁸. I requisiti sono meno stringenti e più flessibili rispetto a quelli per accedere all'MTA, modellati per la specifica categoria di imprese a piccola e media capitalizzazione.

Requisiti formali in fase di IPO:

- Flottante: il flottante è il numero di azioni emesse da una società e disponibili per la negoziazione, ovvero la parte di capitale effettivamente in circolazione sul mercato. Il flottante minimo per la quotazione sull'AIM è il 10% del capitale.
- Bilanci certificati: deve essere presentato un bilancio certificato (se esistente), ovvero un bilancio validato da una società di revisione esterna che ne verifichi l'adeguatezza con le scritture contabili, il rispetto delle leggi in relazione alla redazione del documento e, infine, la rappresentazione, in maniera veritiera e corretta, della situazione aziendale.
- Offerta: principalmente istituzionale. L'offerta di azioni deve essere rivolta ad almeno 5 investitori istituzionali, che sottoscrivano almeno il 10% del flottante. Solo in via residuale le azioni sono offerte al pubblico *retail*.
- Principi contabili: per essere ammessi sull'AIM, in relazione alla redazione dei documenti contabili, è previsto l'obbligo di adozione dei principi contabili Italiani (OIC), Internazionali (IAS/IFRS) o Americani (US GAAP).
- Altri Documenti: è prevista la presentazione del Documento di Ammissione, che sintetizza i dati utili in termini economico-finanziari per investitori e azionisti. Il Documento di Ammissione sostituisce il prospetto informativo.
- Sito Web: obbligatorio

Requisiti formali post IPO:

⁸ I requisiti citati sono quelli elencati da Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/requisitiaimitalia/requisitiaimitalia.htm>

- Nomad e Specialist: due figure obbligatorie, il primo garantisce il rispetto dei vincoli per la quotazione e dei requisiti post IPO; il secondo invece svolge funzione di *liquidity provider*, ovvero assicura la liquidità dei titoli della società quotata (i compiti di *Nomad* e *Specialist* saranno dettagliatamente approfonditi nei paragrafi successivi).
- Informativa al mercato: le imprese quotate su questo mercato sono esenti da stringenti obblighi informativi, se non in caso di operazioni *price sensitive* o operazioni straordinarie (come fusioni e acquisizioni).
- Dati trimestrali: le PMI quotate non sono obbligate a pubblicare informazioni trimestrali.
- Dati semestrali: le società devono pubblicare la relazione semestrale entro 3 mesi dalla chiusura semestrale.
- Dati annuali: vige l'obbligo di pubblicazione del bilancio annuale certificato entro 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio.
- Informativa contabile periodica: la documentazione da pubblicare si sostanzia nel bilancio revisionato annuale e nella relazione semestrale.
- Informativa price sensitive: le PMI quotate hanno l'obbligo di rendere note le informazioni in grado di influenzare il prezzo delle azioni in circolazione. Qualora le informazioni siano di particolare impatto per le azioni emesse dall'emittente, la società deve redigere un documento informativo. Tali informazioni possono essere relative ad acquisizione e vendita di *asset*, operazioni straordinarie, variazione dei risultati di periodo attesi, cambiamenti nelle posizioni di *leadership*.
- Informativa tecnica: per garantire la corretta negoziazione degli strumenti finanziari emessi, la società deve pubblicare dei documenti che contribuiscano a facilitare la circolazione di tali strumenti, come il calendario degli eventi rilevanti per la società, variazioni intervenute nel capitale sociale o il cambiamento della denominazione della società.

I requisiti formali per l'ammissione e la permanenza sul mercato azionario sono flessibili e modellati sulle esigenze di imprese medio-piccole, per garantire un accesso semplificato al mercato del capitale di rischio. Nonostante l'ammissione alla quotazione richieda che l'emittente sia costituito in forma di società per azioni, l'AIM non impone vincoli in termini di struttura di governo societario, non esistono infatti obblighi formali in relazione alla composizione del Consiglio di Amministrazione, al numero dei dipendenti o al comitato di controllo e rischi. A differenza degli altri mercati azionari regolamentati, per la quotazione sull'AIM non è prevista la pubblicazione di un prospetto informativo, non ci sono vincoli di capitalizzazione se non la misura del flottante al 10% (per MTA è il 25% e per il segmento STAR è il 35%), non ci sono obblighi di pubblicazione di dati trimestrali, non vige l'obbligo di istruttoria da parte della Consob, e infine non sono previste obbligatoriamente le figure dello *Sponsor* o *Global coordinator* ma solo quella del *Nomad*.

Per quanto concerne la pubblicazione dei bilanci d'esercizio, sia le società quotate sull'MTA sia quelle quotate sul segmento STAR devono presentare almeno 3 bilanci certificati, mentre per le PMI quotate sull'AIM non vige la stessa imposizione, il bilancio da presentare è uno, se esistente.

È chiaro, quindi, come le barriere all'entrata per le società emittenti, che si sostanziano in un minore onere informativo per la quotazione sul mercato alternativo del capitale rispetto a quello di altri segmenti, siano relativamente basse. Tale flessibilità e snellezza porta ad un accorciamento dell'*iter* di prima quotazione, che per l'MTA è compreso tra i 6 e gli 8 mesi, mentre per l'AIM si riduce a 3-4 mesi⁹.

Paragrafo 2.3 – Gli attori del processo di quotazione

La quotazione prevede la presenza di determinati soggetti affinché il processo sia portato a compimento con successo, un gruppo di professionisti deve seguire l'attività della società nelle fasi di pre e post IPO. Di seguito saranno approfondite le figure del *Nomad*, *Specialist* e altri consulenti.

Paragrafo 2.3.1 – Nomad

Il *Nomad* (*Nominated Adviser*) è un intermediario finanziario, responsabile dell'adeguatezza di un emittente che presenta domanda di ammissione all'AIM Italia. I *Nominated Advisers* devono essere ammessi da Borsa Italiana per lo svolgimento della propria attività e devono essere iscritti in un apposito registro, tale certificazione permette di qualificare l'intermediario come garante della società nei confronti della comunità finanziaria. Per ricevere la qualifica di *Nomad* il soggetto scelto deve¹⁰:

- Essere una banca o un'impresa di investimento comunitaria o un'impresa facente parte di un sistema di società di revisione legale.
- Presentare il proprio bilancio a fini di controllo e giudizio ad una società esterna di revisione legale.
- Aver svolto attività di *corporate finance* per almeno 2 anni, ovvero un periodo sufficiente per sviluppare un'esperienza adeguata in questo settore.
- Possedere figure di *management* professionali, con esperienza comprovata in operazioni di mercato, in particolare nell'ambito di *corporate finance*, e con solide conoscenze di aspetti legali e di regolamentazione.
- Possedere un numero di dipendenti idoneo a svolgere l'attività.
- Possedere adeguate procedure di controllo e regolamentazione per rispettare i criteri imposti da Borsa Italiana.

⁹ S. Di Diego; Network Advisory: <https://www.networkadvisory.eu/accelerare-lo-sviluppo-delle-pmi-con-la-quotazione-in-borsa-opportunita-e-requisiti/>

¹⁰ Borsa Italiana; Mercati e Quotazione, gli attori del processo di quotazione: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/gliattoridelprocessodiquotazione/gliattoridelprocessodiquotazione.htm>

L'intero processo di quotazione si articola sulla centralità di questa *key figure*, il *Nomad*. Si tratta, generalmente, di una banca che svolge attività di assistenza alla società quotanda sia in fase di ammissione che successivamente.

Inizialmente il *Nomad* durante un processo detto di *due diligence* verifica, con la necessaria diligenza prevista dall'incarico, che l'emittente sia in possesso dei requisiti, formali e sostanziali, necessari per essere ammessi su AIM Italia. In particolare, la *due diligence* è un processo che consta di una serie di controlli e verifiche per attestare l'appropriatezza della società. Il *Nomad*, a tal proposito, deve garantire che sia stata svolta una *due diligence* finanziaria, per vagliare ogni aspetto delle passività; una *business due diligence*, per un approfondimento dell'azienda, della sua strategia e del proprio posizionamento in relazione al mercato di riferimento; una *due diligence* fiscale, per verificare i risultati aziendali in termini di imposte dirette e indirette o l'esistenza di eventuali contenziosi fiscali; e infine una *due diligence* legale, per analizzare i documenti societari prodotti nel corso dell'ultimo anno.

Successivamente, dopo aver verificato scrupolosamente l'adeguatezza per l'ammissione, affianca la società emittente nella preparazione del Documento di Ammissione, prima fase della quotazione, e verifica che l'impresa operi in conformità con il Regolamento Emittenti.

Avvenuta l'ammissione al mercato, il *Nomad* si preoccupa di supportare ed assistere la società quotata con continuità, verificando il rispetto dei regolamenti preposti da parte dell'impresa e informando tempestivamente Borsa Italiana di eventuali irregolarità.

Due quindi sono i compiti principali del *Nomad*: valutare se la PMI in questione sia adeguata ai fini dell'ammissione su AIM Italia e contestualmente assisterla e guidarla durante l'intera permanenza sul mercato. Il *Nomad* in sostanza deve valutare che la società emittente sia in possesso del requisito fondamentale, ovvero che sia in grado di suscitare l'interesse degli investitori e, conseguentemente, essere capace di raccogliere fondi attraverso sottoscrizioni di capitale. L'intermediario finanziario predisposto a questo ruolo, grazie alla sua capacità di essere operatore di mercato, potrà verificare le probabilità di successo dell'impresa e l'accompagnerà sul listino solo se riterrà che la quotazione abbia successo e che essa effettivamente creerà valore per gli azionisti.

Paragrafo 2.3.2 – Lo Specialist

Un'altra figura di rilievo del processo di quotazione è quella dello *Specialist*, un operatore che assicura la liquidità dei titoli azionari esponendo costantemente proposte in acquisto e in vendita. Il compito dello *Specialist* si sostanzia quindi nell'esposizione continua di proposte di mercato, i cui prezzi non si discostino tra di loro di oltre uno spread stabilito da Borsa Italiana. Tale figura è predisposta alla gestione del *book* di negoziazione, qualora non si raggiunga un quantitativo minimo giornaliero lo *Specialist* deve prontamente presentare delle proposte in acquisto o in vendita, tale funzione è detta *market making*. La figura dello *Specialist* può coincidere con quella del *Nomad*, se si tratta di un intermediario autorizzato.

Paragrafo 2.3.3 – Altri Consulenti

Quello della quotazione è un *iter* complesso che vede il coinvolgimento di una serie di professionisti al fianco del *Nomad* e dello *Specialist*, come la società di revisione, i legali, l'*advisor* finanziario e l'*investor relations advisor*.

Società di revisione: certifica che il bilancio sia stato redatto secondo i principi e in linea con la regolamentazione; assiste il *Nomad* durante la fase di *due diligence*; redige delle *comfort letters* attestanti che i dati finanziari siano corretti.

I legali: affiancano il *Nomad* nel coordinamento della *due diligence* legale, informano gli amministratori della società delle responsabilità e degli obblighi a cui dovranno adempiere; partecipano alla stesura del Documento di Ammissione, al fine di verificare che non ci siano irregolarità.

Advisor Finanziario: valuta che la società sia pronta a sostenere il processo di quotazione, ovvero valuta l'adeguatezza dell'IPO; partecipa alla definizione dell'offerta da presentare alla platea di investitori, previo controllo e giudizio della struttura finanziaria della società quotanda; affianca l'imprenditore della società nelle relazioni con gli altri operatori di mercato.

Investor Relations Advisor: si preoccupa di mantenere le relazioni tra il management della società e tutti gli altri attori coinvolti nel processo di IPO. Affinché l'operazione abbia successo l'*IR Advisor* affianca la società nella costruzione dell'*Equity Story*, ovvero il documento presentato agli investitori, attestante gli elementi di attrattività della proposta, per indurli a sottoscrivere parte del capitale dell'azienda; è importante quindi che tale documento sia il più possibile attraente e delinei i vantaggi tangibili che l'investimento in azioni può prefigurare. L'attività dell'*IR Advisor* è strategica e determinante perché la quotazione abbia esito positivo, essa in definitiva consiste nel creare e mantenere relazioni di fidelizzazione tra società ed investitori nonché nell'allineare la *value proposition* dell'impresa con il *sentiment* e le aspettative del mercato.

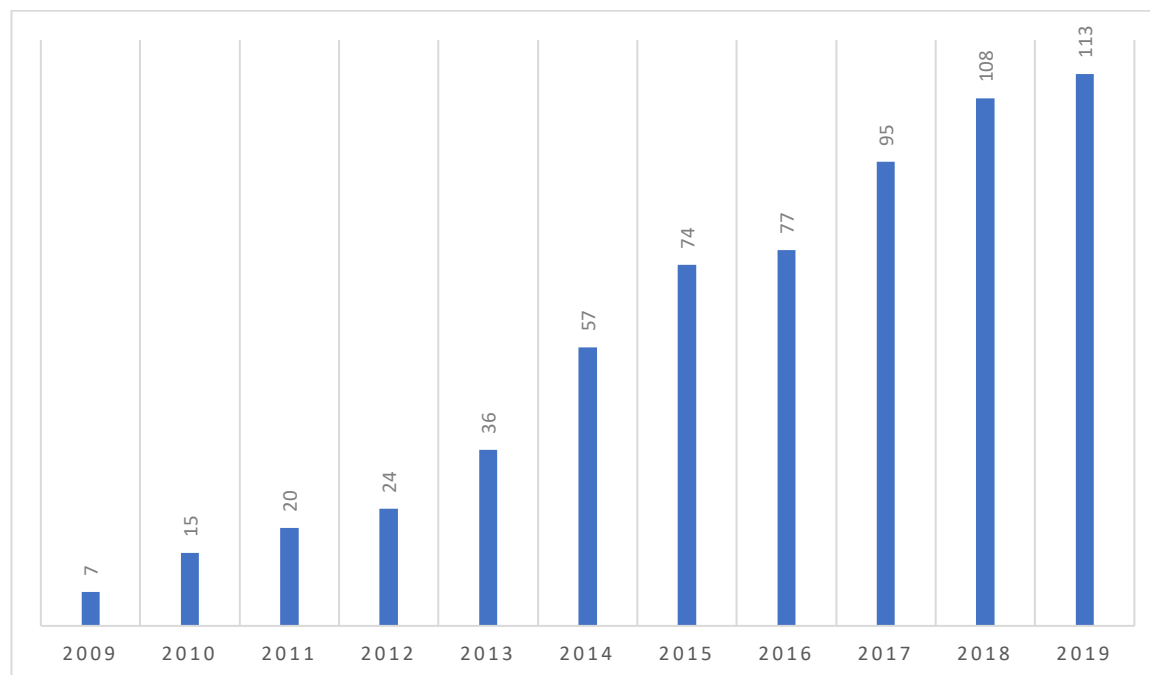
Paragrafo 2.4 – Evoluzione del mercato

Finora è stata presentata la natura e gli attori coinvolti nella negoziazione di strumenti finanziari sull'AIM Italia, il mercato azionario per "PMI ad alto potenziale di crescita"; di seguito, invece, verrà approfondito l'andamento delle quotazioni che ha caratterizzato nel tempo questo sistema multilaterale di negoziazione. Dal 2014 al 2019, come riporta l'*IR Top Consulting*¹¹, portale di informazioni per AIM Italia e società di consulenza per imprese che accingono a quotarsi, il numero delle imprese quotate è più che raddoppiato passando da 57 nel 2014 a 113 nel 2019, così come è aumentata anche la diversificazione dei settori di

¹¹ "Triplicata in cinque anni la capitalizzazione di mercato AIM: da 2,0 mld di euro a 6,8 mld di euro". PMI Capital <https://aimnews.it/wp-content/uploads/2014/06/cseventodlapmicapital.pdf>

riferimento, quelli che coinvolgono il maggior numero di dipendenti sono rispettivamente, industria, *healthcare*, moda e lusso, ma trainanti sono anche il settore del digitale e del green¹².

Tavola n. 2.1- Numero di società quotate



Fonte: Borsa Italiana; 2009-2019

Dalla tavola si evince come il numero di società a presentarsi sull'AIM sia stato sempre in aumento, senza mai registrare una riduzione. Il mercato azionario per le PMI è nato nel 2008, l'anno della crisi dei *mutui subprime*, collocandosi quindi in un contesto globale economicamente instabile e precario. Nonostante il periodo, tutt'altro che favorevole per la crescita del Paese, questo mercato ha continuato a registrare numeri ragguardevoli, le imprese sono costantemente aumentate e contestualmente anche il capitale raccolto. La crescita non è stata esponenziale dal 2011 al 2013, periodo della crisi mondiale dei debiti sovrani, ma comunque le imprese hanno deciso di non interrompere l'offerta di strumenti finanziari, vedendo nella quotazione lo strumento utile per continuare a crescere, in un mercato eccessivamente ancorato al sistema bancario. Probabilmente proprio la crisi economica ha contribuito allo sviluppo del mercato, le banche hanno notevolmente ridotto i finanziamenti alle imprese concedendoli a tassi non vantaggiosi, aggravando ulteriormente la situazione per le PMI che, invece, avevano bisogno di fondi per finanziare la ripresa economica ed un nuovo slancio. In un sistema *market oriented*, com'è quello americano ed anglosassone, la chiusura delle banche può non aver rappresentato un ostacolo alla ripresa, in quanto l'accesso al capitale di rischio, come è risaputo, è molto sviluppato e per le imprese il finanziamento bancario non è l'unica via

¹² L. Incorvati (2018). *AIM Italia, in cinque anni mercato triplicato*. Tratto da *Il Sole24Ore* sezione Finanza & Mercati.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-07-25/aim-italia-cinque-anni-mercato-triplicato-114402.shtml?uuid=AEgZ9RF>

percorribile. Diverso è stato invece per l'Italia, Paese in cui il canale bancario è la modalità di finanziamento privilegiata, e dal momento che le istituzioni bancarie rilasciavano prestiti e finanziamenti con più difficoltà le PMI più ambiziose e dinamiche hanno deciso di cambiare approccio: spostarsi su un altro canale per reperire i fondi e sostenere la propria azienda in un orizzonte di lungo termine. L'aumento costante del numero di società quotate chiarifica la consapevolezza che il mercato attribuisce a questo nuovo strumento, le potenzialità che AIM è in grado di offrire sono chiare, le imprese ad alto potenziale e con buone prospettive di sviluppo futuro hanno deciso di innovare la modalità di reperimento fondi, non per questo rinunciando alla snellezza e flessibilità tipica di un'azienda a piccola capitalizzazione, ovvero non snaturando le proprie dimensioni. Infatti, così come il numero, contestualmente è aumentata anche la capitalizzazione di mercato, passando da 2,0 miliardi euro del 2014 a 6,8 miliardi nel 2019. Anche gli investitori istituzionali hanno compreso le possibilità di sviluppo che questo mercato fa prefigurare, aumentando da 63 del 2014 a oltre 108 nel 2019.

Paragrafo 2.4.1 – Strumenti agevolativi: PIR e credito d'imposta

L'aumento delle imprese quotate è stato influenzato oltre che dalla volontà di diversificare le fonti di finanziamento e dalle prospettive di crescita future, anche da alcune agevolazioni normative tra cui i PIR e il credito d'imposta.

I PIR sono i piani individuali di risparmio, strumenti finanziari nati per convogliare risorse economiche verso le PMI italiane. Di recente introduzione sul mercato, sono stati compresi nella manovra di bilancio 2017 e sono stati pensati per veicolare i risparmi degli italiani verso quelle aziende su cui il Paese punta per la ripresa economica, le PMI. Nello specifico si tratta di una sorta di contenitore, nella forma di fondo, conto titoli o gestione patrimoniale, nel quale i risparmiatori possono creare portafogli diversificati, comprendenti azioni, obbligazioni, quote di OICR o contratti derivati, secondo alcune limitazioni previste dalla regolamentazione:

- Il 70% del capitale deve essere investito in imprese che abbiano sede in Italia o imprese estere con stabile organizzazione nel territorio italiano.
- Il 30% di questa parte di capitale investito, ovvero il 21% del totale, deve essere investito in aziende non comprese nell'indice *FTSE Mib*, e quindi che rientrano nei segmenti *Mid Cap*, *Star* e *AIM*.
- I risparmiatori non possono investire oltre il 10% del capitale sui titoli di un singolo emittente.
- Chi può investire nei PIR sono le persone fisiche in relazione ad investimenti effettuati fuori l'esercizio d'impresa, le imprese e le aziende non possono sottoscrivere tali strumenti.
- Si può investire una somma minima di 500 euro ed una somma massima di 30.000 euro.

Chi sottoscrive PIR ha diritto ad un'agevolazione fiscale, che consta nella non tassazione dei redditi ottenuti dall'investimento, designabili come redditi di capitale o redditi diversi. Tale agevolazione, tuttavia, è valida solo se gli strumenti vengono detenuti per un periodo pari ad almeno 5 anni, qualora tale vincolo non venisse rispettato, i redditi percepiti verranno tassati e maggiorati di un interesse. Il periodo di detenzione è

stato stimato a 5 anni per permettere da una parte alle imprese di contare su risorse per un orizzonte medio-lungo, dall'altra per evitare che i PIR divenissero per i risparmiatori strumenti speculativi.

L'introduzione dei PIR ha rappresentato una misura legislativa efficace e rilevante in quanto ha tangibilmente contribuito all'aumento delle imprese quotate sul mercato, portando ad un miglioramento sia della *performance* del FTSE Mib AIM del +21,22% (il prezzo dei titoli a gennaio 2017 era di 7.799 euro mentre a gennaio 2018 ha raggiunto i 9.454 euro) sia della liquidità dei titoli, miglioramento riscontrabile nell'aumento dei titoli scambiati. Infatti, nel 2016 il capitale ammontava a 295 milioni mentre un anno dopo l'introduzione dei PIR, nel 2018, è arrivato a 895 milioni di euro¹³. Anche l'analisi dei rendimenti delle aziende quotate avvalorava tale tesi, i ricavi a fine 2017 sono aumentati dell'11% rispetto al 2016, mentre l'EBITDA (*Earning Before Interest Taxes Depreciation e Amortization*) è aumentato in media del 28%. Nel 2017 le società con un fatturato compreso tra i 10 e i 50 milioni di euro sono state il 48% del totale, e il 27% le società con un fatturato minore ai 10 milioni. I dati testimoniano quindi l'impatto favorevole che l'introduzione dei PIR ha avuto sulle aziende di piccola e media capitalizzazione, tuttavia oggi si teme che il mercato dei PIR possa subire un arresto dovuto alla restrizione contenuta nell'attuale manovra di bilancio. In particolare, la nuova legge di bilancio 2018 impone che almeno il 3,5% del capitale deve essere investito in fondi italiani di *venture capital* e un altro 3,5% deve essere investito in strumenti emessi da società quotate sul mercato AIM Italia. Tale limitazione ha generato un forte dibattito sul mercato, che sta, purtroppo, portando a delle battute d'arresto per l'istituzione di nuovi PIR. Gli investitori lamentano che queste restrizioni impediscano di realizzare portafogli performanti e in particolare che siano di difficile attuazione per le Società di Gestione del Risparmio.

Un'altra agevolazione normativa introdotta con l'ultima manovra di bilancio è il credito di imposta del 50% dei costi di consulenza connessi alla quotazione. Le imprese a piccola e media capitalizzazione hanno diritto ad utilizzare il credito per un importo massimo di 500.000 euro per costi sostenuti a partire dal primo gennaio 2018 e fino al 31 dicembre 2020.

Rientrano nel credito d'imposta i costi sostenuti relativamente ad attività di *due diligence*, studi di fattibilità dell'IPO, certificazione del bilancio e stesura di *comfort letter* da parte di una società di revisione, attività necessarie per il collocamento degli strumenti finanziari, stesura del Documento di Ammissione ad opera del *Nomad* e infine attività di comunicazione atte ad assicurare la giusta visibilità sulla stampa finanziaria. Tale *bonus* fiscale trova giustificazione su uno stanziamento di 80 milioni di euro, 20 milioni per il 2019, 30 milioni per il 2020 e 30 milioni per il 2021.¹⁴ Il credito è utilizzabile in compensazione a partire dall'anno

¹³ L. Incorvati (2018). *AIM Italia, in cinque anni mercato triplicato*. Tratto da *Il Sole24Ore* sezione Finanza & Mercati.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercato/2018-07-25/aim-italia-cinque-anni-mercato-triplicato-114402.shtml?uuid=AEegz9RF>

¹⁴ A. Lambiase (2019). *Quotazione in Borsa PMI: 50% credito d'imposta sui costi di IPO*. Tratto da *Fisco e Tasse*.

<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12958-quotazione-in-borsa-pmi-50-credito-d-imposta-sui-costi-di-ipo.html>

successivo a quello della quotazione e previa indicazione nella dichiarazione dei redditi del periodo di imposta in cui si usufruisce del credito.

All'inizio dell'elaborato si è fatto presente come storicamente il Governo italiano non abbia adeguatamente incentivato il ricorso al mercato dei capitali, connaturando il mercato italiano come *bank oriented*. L'attuale contesto economico nazionale sta però spianando la strada a nuove modalità di finanziamento, come appunto il mercato del capitale di rischio per le PMI, o il *venture capital* o ancora il *crowdfunding*. È normale che le novità possano non riscontrare immediatamente il favore di risparmiatori e aziende, ma la via che il Paese vuole intraprendere è chiara: se il canale bancario non è più adeguato a sostenere le imprese italiane allora si procederà attraverso nuove modalità, che di per sé sono più vicine alla tradizione economica del mercato anglosassone. L'obiettivo è quello di unire i punti di forza delle imprese italiane, piccole, reattive, flessibili, ben radicate nel territorio, ma non più dipendenti dalle istituzioni bancarie, in grado di accedere al capitale di rischio in tempi e costi ridotti, diventando più dinamiche e concorrenziali e in grado di competere sui mercati più competitivi del mondo. americani, giapponesi e quelli dell'Europa del nord.

Capitolo 3 – Perché una PMI dovrebbe quotarsi sul mercato azionario?

Paragrafo 3.1 – Definizione di Initial Public Offering

Prima di analizzare i vantaggi e gli svantaggi legati alla scelta di intraprendere il processo di esposizione al mercato merita attenzione definire dettagliatamente in cosa consiste l'emissione di titoli azionari. Il processo di quotazione è una fase di cambiamento sostanziale delle dinamiche e dell'assetto governativo di un'impresa. Il passaggio da una società non quotata, in cui il controllo proprietario è nelle mani di pochi, ad una società quotata ad azionariato diffuso comporta un rivoluzionamento della filosofia e della cultura d'azienda. Il *manager*, non più unico proprietario e decisore, deve essere orientato all'innovazione e sapere trasferire lo stesso spirito a tutti i dipendenti dell'organizzazione, deve delineare in maniera chiara e intellegibile le motivazioni che hanno spinto ad intraprendere il percorso di quotazione e quali i vantaggi che potrebbero presentarsi per l'azienda perseguendo tale via. Il fulcro della quotazione si sostanzia, quindi, in una compravendita di titoli azionari, che gli investitori devono essere convinti a sottoscrivere. Il *management* deve aver compreso e analizzato il quadro macroeconomico, la propensione al rischio e quali sono gli elementi del prodotto, che l'azienda intende offrire, in grado di valorizzare le opportunità di investimento. Gli elementi che guidano la scelta degli investitori, a tal proposito, sono per il 60% parametri economico-finanziari come *debt to equity ratio*, *EPS growth*, *sales growth*, *ROE* e *EBITDA growth*. Per il 40% invece gli investitori sono influenzati da elementi qualitativi come la qualità della gestione, la strategia aziendale e l'efficacia del marchio e del governo societario. Ciò che gli investitori cercano è un solido *track*

record aziendale, che giustifichi la crescita prospettata, distingua l'azienda dai *competitors* e massimizzi il valore dei proprietari¹⁵.

Quando si tratta di una PMI il passaggio da privato a pubblico rappresenta un cambiamento ancora più mercato, una rivoluzione per quanto concerne assetto governativo e reperimento di capitali. Si abbandona la *governance* fondata sulla figura dell'imprenditore e ci si affaccia ad una realtà in cui una moltitudine di soggetti detiene quote di proprietà e, simultaneamente, si riduce l'intensità del rapporto con il canale bancario per rivolgersi ad una nuova forma di reperimento fondi. È importante, quindi, che il processo venga gestito con cautela, ponderando ogni decisione e, da qui, la centralità del *Nomad* nell'affiancare e aiutare la società durante tutte le fasi del processo. Dopo che il *Nomad* ha verificato l'idoneità della società si procede con la prima offerta di azioni sul mercato, ovvero ha inizio l'IPO dell'azienda.

Una IPO (*Initial Public Offering*) è la prima offerta pubblica di azioni da parte di una società. Le offerte di azioni si dividono tra offerte primarie, le IPO, in cui vengono collocate sul mercato azioni di prima emissione con il fine di raccogliere liquidità, e offerte secondarie, le OPV (Offerta Pubblica di Vendita), in cui vengono venduti titoli già esistenti, ovvero gli azionisti hanno intenzione di monetizzare le proprie partecipazioni. Spesso le OPV hanno luogo quando i Governi vendono titoli che possiedono in società private. Mentre un'IPO è un'operazione di aumento di capitale una OPV è un'operazione di valorizzazione delle quote di capitale di azionisti che desiderano liquidarle.

Le fasi del processo di IPO si possono distinguere in: preparazione – esecuzione – *aftermarket*.

Paragrafo 3.1.1 – Fasi di una IPO: Preparazione

La preparazione è il primo stadio chiave del processo di quotazione, ha la funzione di nominare e definire le responsabilità degli attori coinvolti, dividere il lavoro e chiarire gli obiettivi che si intendono raggiungere, ma soprattutto questa prima fase è atta a realizzare un piano industriale sostenibile e a redigere il Prospetto Informativo (per la quotazione sull'AIM tale documento è sostituito dal Documento di Ammissione), attraverso il quale la società presenta la propria offerta alla platea di investitori. Questa fase ha inizio con il *kick-off meeting*, un incontro in cui tutte le parti interessate discutono su come vengono ripartite le responsabilità e, più in generale, su come sarà organizzato il lavoro perché l'IPO abbia successo. In questa fase viene effettuata l'analisi dell'azienda, a partire dai documenti contabili si verifica l'idoneità per essere ammessi sul mercato borsistico, tale analisi è la *due diligence*, la quale viene effettuata prendendo a riferimento parametri patrimoniali, economico-finanziari e fiscali. Questa verifica è importante per delineare l'*equity story*, il documento che attesti la coerenza tra passato e futuro, ovvero tra i risultati raggiunti fino ad

¹⁵ Ernst & Young. *Guide to going public: Strategic considerations before, during and post-IPO*.

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations/\\$FILE/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations/$FILE/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf)

ora e gli obiettivi futuri che l'azienda si impegna a raggiungere, per convincere gli investitori del potenziale dell'impresa in termini di crescita e marginalità positive. La stesura del documento è il risultato di un'analisi dettagliata della strutturazione dell'offerta, la quale dipende a sua volta da una serie di decisioni in merito a differenti parametri¹⁶:

- Tipologia di investitori: l'offerta può essere rivolta al segmento *retail*, pubblico indistinto di investitori, o attraverso un collocamento privato può essere rivolta a soggetti istituzionali.
- Dimensione dell'offerta e del free float atteso: in relazione al segmento prescelto si stabilisce la quantità di titoli in circolazione, il flottante, che è inoltre funzione delle reali capacità dell'azienda di collocare la quantità di titoli desiderata sul mercato e le capacità di assorbimento di quest'ultimo.
- Suddivisione tra componente primaria e secondaria: bisogna decidere se aumentare il capitale aziendale attraverso l'emissione di nuove azioni o altrimenti vendere azioni già in circolazione. Per decidere si tiene in considerazione il coefficiente di leva, necessità di finanziamento nel medio-lungo periodo, l'impatto che nuove azioni possano avere sull'assetto di *governance*, il numero di azioni in circolazione e le potenzialità di mercato, ovvero allo stato attuale quanto il mercato e gli investitori sono in grado di assorbire l'offerta. Per le PMI tendenzialmente è più diffusa la componente primaria.
- Scelta del segmento di mercato azionario nel quale operare: questa è una decisione chiave perché l'IPO abbia esito positivo, il mercato di Borsa prescelto deve essere in grado di offrire le migliori potenzialità in linea con quanto l'impresa vuole offrire. Tale scelta deve prendere in considerazione le caratteristiche del mercato; la presenza di *competitors*, sia *incumbent* che potenziali entranti; presenza di investitori potenzialmente interessati; regolamenti e oneri informativi ai quali adeguarsi. Inoltre, la scelta deve tener conto della possibilità di rivolgere l'offerta al mercato domestico o a quello internazionale. Nonostante si possa pensare che ontologicamente le dimensioni delle PMI non siano favorevoli per supportarle in mercati internazionali, spesso le specifiche agevolazioni di altri paesi per questa categoria di imprese, come quelle previste dall'AIM di Londra, favoriscono la scelta di quotarsi direttamente su mercati esteri.
- Sforzo distributivo: lo sforzo distributivo si sostanzia nell'onere connesso al rispetto della regolamentazione del mercato borsistico di riferimento.
- Metodi di pricing: il metodo più diffuso è il *bookbuilding*, il quale consiste nell'esporre sul *book* istituzionale tutti gli ordini di acquisto degli investitori, ordinati secondo preferenze di prezzo, tempo e quantità. Dopo aver indicato il limite di prezzo al quale ogni investitore è disposto ad acquistare si arriva alla determinazione del prezzo delle azioni della società.

¹⁶ C. Iosio (2011). *IPO per le PMI italiane: guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo*. La preparazione dell'offerta, pag. 87-120.

- Lock-up: il *lock up* è una clausola che vincola il *management* a non vendere quote di capitale e non lasciare la società per un periodo compreso tra i 6 e i 18 mesi, al fine di evitare che il prezzo delle azioni diminuisca.
- Greenshoe: qualora i titoli della società siano particolarmente apprezzati dagli investitori in fase di collocamento, l'emittente può esercitare l'opzione, detta *greenshoe*, di incrementare il numero di titoli e quindi la dimensione dell'offerta. Tale facoltà ha durata 30 giorni.
- Meccanismi di incentivazione per i dipendenti: consistono in una serie di strumenti economici per incoraggiare il personale della società e aumentare la produttività.

Il Prospetto Informativo, realizzato sulla base di tali parametri, ha come finalità quella di delineare le caratteristiche dell'offerta, presentare l'azienda e i suoi prodotti finanziari in maniera chiara e comprensibile in modo che gli investitori si possano considerare sufficientemente ed adeguatamente informati per effettuare eventuali investimenti.

Dopo la stesura di tale documento la società si avvia alla fase istruttoria, ovvero l'organo di controllo preposto, la Consob in Italia, verifica che le azioni possano essere ammesse in Borsa. Tale fase per l'AIM non è prevista, a testimonianza della maggiore flessibilità caratterizzante questo segmento di Borsa. Nella fase di preparazione è prevista una prima determinazione del valore della società, ovvero la valutazione del prezzo delle azioni. La determinazione del prezzo consta di una serie di fasi¹⁷:

- Valutazione preliminare: il *Nomad* dà un parere preliminare.
- Due diligence: dopo aver condotto un'analisi adeguata della situazione economica, finanziaria e patrimoniale il *Nomad* fornisce una forchetta di prezzo più coerente e giustificata da dati contabili.
- Pre-marketing: il *Nomad* consulta la platea di investitori, verificando interesse ed eventuale apprezzamento dei prodotti finanziari, fornendo un prezzo ulteriormente indicativo.
- Bookbuilding: gli investitori inviano gli ordini di acquisto con le eventuali preferenze in termini di prezzo, tempo e quantità.
- Pricing: la società determina il prezzo delle proprie azioni, in funzione degli ordini ricevuti, con l'obiettivo di massimizzare il valore degli azionisti. Il prezzo stabilito è quello che verrà presentato al pubblico *retail* e a quello istituzionale.

In particolare, nella fase di *bookbuilding*, gli investitori fanno delle offerte di prezzo sulla base di alcune valutazioni, le quali si riconducono essenzialmente all'utilizzo di due approcci: il metodo dei multipli e il *Discounted Cash Flow*. Il primo metodo consiste nell'individuare un gruppo di imprese *comparable*, ovvero con simili caratteristiche in termini di redditività, rischio e opportunità di crescita, verificare quanto gli investitori di queste società siano disposti a pagare per ogni euro di utile (P/U) e ricavare il prezzo delle proprie azioni. Questo metodo muove dall'assunto che la valutazione effettuata sul *comparable* possa essere

¹⁷Guida essenziale alla quotazione in Borsa per le PMI, iCribis, l'e-commerce per informarti sulle imprese.

<https://www.icribis.com/it/osservatorio-imprese/quotazione-PMI>

traferita all'azienda di riferimento e che il mercato operi in condizioni di efficienza. Seppur questo metodo può essere preferibile per la sua semplicità, trae conclusioni a partire da valori contabili che possono portare a distorsioni a seconda dei principi contabili adottati e, quindi, non del tutto attendibili. Il secondo metodo, il *Discounted Cash Flow* (DCF), consiste nello stimare i flussi di cassa dell'impresa, ovvero la liquidità da distribuire agli azionisti dopo aver effettuato gli investimenti necessari allo sviluppo (spese in conto capitale, immobilizzazioni, spese di gestione) e attualizzarli al costo medio del capitale (WACC).

La fase di preparazione si conclude con il piano di *marketing*, atto a suscitare l'interesse degli investitori in un'ottica di "*need to have*", per convincere ad acquistare i prodotti finanziari dell'azienda gli investitori devono considerarsi adeguatamente informati sulla base di dati disponibili e verificabili, altrimenti non rischieranno di investire in progetti che non sono certi si rivelino remunerativi e profittevoli. Il piano di *marketing* è inoltre strumentale per creare la giusta competizione tra gli investitori, dopo aver chiarito le tangibili opportunità di crescita che si presentano per la società, in maniera tale da massimizzare il prezzo delle azioni. Infine, la strategia di *marketing* è funzionale alla realizzazione dell'*equity story*, il modello caratterizzante la struttura aziendale e la *vision* imprenditoriale.

Per concludere, la preparazione è una fase strumentale al successivo collocamento. Le fasi si articolano nel modo seguente: viene inizialmente delineato un piano industriale, attraverso la *due diligence* si verifica che la società sia idonea ad accedere al mercato, vengono nominate le figure chiave che accompagneranno la società durante tutto l'*iter* pre e post IPO, si effettua una prima valutazione della forchetta di prezzo e infine si definisce la strategia di *marketing* da utilizzare per massimizzare le opportunità di investimento.

Paragrafo 3.1.2 – Fasi di una IPO: Esecuzione

Durante la fase di preparazione la società riceve i primi *feedback* da parte degli investitori, i quali saranno maggiormente consultati nella fase di esecuzione. Questa seconda fase del processo di quotazione si apre con l'*investor education*, un processo funzionale al successivo *roadshow* in cui il management incontra direttamente gli investitori e gli analisti dei fondi interessati ad acquistare azioni. Obiettivo dell'*investor education* è quello di interpretare i bisogni e il *sentiment* del mercato, capire la dimensione della domanda e quanto è in grado di assorbire e, conseguentemente, determinare la quantità di capitale che si vuole collocare sotto forma di azioni. Dopo aver individuato quali sono i *driver* che orientano gli investitori, il *management* ha la possibilità di dialogare direttamente con la platea e convincerli sia della solidità dell'azienda che delle reali opportunità di crescita che si profilano perseguendo tale percorso. Il *roadshow* è un momento cruciale, il *management* deve presentare al meglio la propria proposta, supportandola da dati tangibili e verificabili. Prima di questo momento gli investitori hanno avuto la possibilità di interfacciarsi con il *Nomad* e con gli altri soggetti preposti, nonché di consultare il Documento di Ammissione (Prospetto informativo per società quotate sull'MTA) e quindi di formulare prime valutazioni circa gli investimenti. Il *roadshow* si sostanzia, concretamente, in un momento di Q&A in cui i responsabili della società hanno l'opportunità di persuadere la platea di investitori, e quest'ultimi hanno la facoltà di rivolgere direttamente

delle domande per la prima volta. Dopo aver analizzato gli aspetti tecnici della proposta gli investitori, in questa fase, si focalizzeranno sull'aspetto qualitativo del vertice direzionale dell'azienda, approfondendo più dettagliatamente quale sia la *vision* dell'impresa e come quest'ultima preveda di reagire a possibili rischi che si presenteranno in futuro. Gli investitori che parteciperanno a questi incontri possono essere divisi in gruppi o altrimenti richiedere incontri *one-to-one* in cui si confronteranno privatamente con il *manager*. La composizione sarà funzionale anche all'importanza degli investitori, i responsabili infatti tenderanno a concentrare lo sforzo comunicativo per gli investitori ritenuti più importanti e anzi cruciali per il collocamento dei prodotti finanziari. Parallelamente al *roadshow*, un gruppo di analisti incaricati del collocamento collezionano le proposte di prezzo degli investitori andando a delineare, come si era già detto, la curva di domanda che verrà utilizzata per fissare il prezzo, da qui ha inizio la fase di *pricing*. Quello appena descritto, il *bookbuilding*, è il metodo più utilizzato in fase di IPO ma si può utilizzare anche il metodo del prezzo fisso, dove il prezzo è determinato in fase di preparazione (spesso questa modalità è utilizzata per le OPV e per operazioni di aumento di capitale), o altrimenti si può utilizzare il metodo della *dutch auction* in cui gli investitori danno ordini di prezzo in relazione a specifici quantitativi. Il *pricing* è il processo conclusivo della fase di esecuzione, dopo il quale ha inizio il collocamento dei titoli. Quest'ultima fase è determinante per la buona riuscita dell'IPO, il prezzo è un evidente segnale di qualità dell'azienda e per questo gli analisti responsabili del collocamento tenderanno a fissarlo ad un livello tale della forchetta di prezzo da presentare l'azienda nella miglior ottica possibile. Il prezzo, tuttavia, deve rispecchiare le reali opportunità dell'investimento e quindi non deve essere fissato ad un livello oltremodo elevato rispetto al *range* di prezzo individuato rispetto alle consultazioni degli investitori, in quanto in questo caso si corre il rischio che invece di segnalare le potenzialità di crescita dell'impresa funga, invece, da deterrente. La decisione di prezzo è funzione di una serie di variabili: la quantità di titoli che si vuole offrire, quanto gli investitori siano *price sensitive* ovvero quanto sia elastica la curva di domanda, i livelli di prezzo delle imprese *incumbent* che competono nella stessa area di *business*, il tasso di conversione degli incontri avvenuti durante il *roadshow* in effettivi ordini, l'andamento del mercato e la *performance* di settore. Queste variabili permettono di definire il prezzo di collocamento, dopo di che si procede con l'allocazione dei titoli ripartiti tra investitori istituzionali e il pubblico *retail*. In questa fase può essere messo in atto un meccanismo detto *Clawback*, il quale permette di modificare la struttura dell'offerta in base al livello di domanda effettivamente registratasi e quindi eventualmente modificare i quantitativi tra pubblico istituzionale e segmento *retail*. Riuscire ad analizzare il *sentiment* e l'entusiasmo degli investitori in fase di collocamento è imprescindibile per la buona riuscita dell'IPO, se infatti tali variabili venissero sottostimate è facile incorrere nel fenomeno di *underpricing* delle IPO, ovvero quel fenomeno che si verifica quando il prezzo di emissione è inferiore al valore percepito dal mercato. Tale sottostima comporta rendimenti elevati per gli investitori ma un costo da sopportare per gli azionisti originari. Tuttavia, nonostante apparentemente sembrasse che l'*underpricing* debba essere evitato, esistono teorie a supporto del suo perseguimento. Una di queste teorie è la cosiddetta "maledizione del vincitore".

Tale teoria muove dall'assunto che non tutti gli investitori sono uguali, esistono investitori più informati di altri capaci di distinguere l'attrattiva delle varie emissioni. Gli investitori meno informati sono coloro che incorrono nella "maledizione del vincitore", ovvero corrono il rischio di ritrovarsi in portafoglio una quantità di azioni sopravvalutate dal mercato. Allo stesso modo gli investitori più accorti per evitare questo rischio di acquistare una quota troppo alta di azioni, quando queste sono sopravvalutate, ritengono l'*underpricing* una forma di garanzia. Le banche sottoscrittrici, consapevoli di questo fenomeno intrinseco del collocamento, accetteranno di emettere azioni solo con un certo livello di *underpricing* per attrarre gli investitori meno informati e assicurare quelli più informati.

Al termine del processo di *pricing* le azioni sono finalmente pronte ad essere scambiate in Borsa, dando inizio all'ultima fase: *l'aftermarket*.

Paragrafo 3.1.3 – Fasi di una IPO: Aftermarket

Quest'ultima fase può essere divisa in stabilizzazione e *trading* ordinario. La fase di stabilizzazione inizia immediatamente dopo il collocamento delle azioni in Borsa, ha durata 30 giorni e rappresenta il periodo nel quale possono essere esercitate le facoltà previste dall'*underwriting agreement*, ovvero il contratto di sottoscrizione. Una di queste clausole è la *greenshoe*, già precedentemente nominata, che può essere esercitata qualora la banca sottoscrittrice ravvisasse degli squilibri tra domanda e offerta, modificando la struttura dell'offerta, la banca può intervenire per evitare che pressioni ribassiste possano incidere negativamente sul prezzo delle azioni. Se nel mercato secondario il prezzo d'offerta delle azioni dovesse scendere in maniera preoccupante i responsabili del collocamento possono coprire le loro posizioni corte, derivanti da vendita allo scoperto, tramite l'acquisto di azioni sul mercato, sostenendo in questo modo il prezzo ed evitando che scenda ulteriormente. Altrimenti, se le azioni fossero soggette a pressioni rialziste i responsabili possono decidere di esercitare la *greenshoe option* e aumentare la quantità di titoli da scambiare. Le eventuali azioni alla base di questa opzione possono essere di nuova emissione o già emesse, dando la facoltà a vecchi azionisti di liquidare le proprie posizioni attraverso una valorizzazione. Infine, il prezzo di tali azioni non può allontanarsi da quello di offerta.

Al termine della fase di negoziazione ha inizio il *trading* vero e proprio in cui le azioni vengono liberamente negoziate sul mercato. In questa fase possono essere previste delle clausole di *lock up*, in cui si vincola il *management* a non lasciare la società o a non intraprendere azioni di aumento di capitale, per evitare che il prezzo delle azioni, in sede di negoziazione sul mercato secondario, crolli a danno dell'impresa e degli azionisti.

Una volta emesse le azioni sul mercato primario e trascorsi i 30 giorni del periodo di stabilizzazione l'IPO può considerarsi conclusa. Le azioni della società da questo momento, dopo l'intero processo che ne abbia comprovato l'idoneità, possono essere scambiate sul mercato secondario.

Paragrafo 3.2 – Le potenzialità per le PMI di ricorrere al mercato azionario

L'AIM Italia è stato fondato nel 2008 e nel 2018 si sono festeggiati i 10 anni del mercato di Borsa italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita. Nei primi anni questo mercato non ha immediatamente suscitato l'interesse di investitori istituzionali e del pubblico *retail*, ma negli ultimi 24 mesi le IPO realizzatesi sono cresciute sostanzialmente, superando persino quelle dell'MTA. Il 2017 è stato l'anno della svolta in cui la maggior liquidità proveniente dai PIR ha determinato l'affermazione del potenziale di questo mercato avvicinandolo sempre più al modello ispiratore, ovvero AIM Uk. A fine anno, inoltre, AIM Italia ha ottenuto la qualifica di "*SME Growth Market*", una nuova categoria di *Multilateral Trading Facility* introdotta dalla Commissione Europea ed inserita nella direttiva MIFID II, al fine di integrare i mercati di capitali e realizzare un quadro normativo atto a sostenere l'accesso delle imprese a piccola capitalizzazione al mercato azionario e a nuove forme di finanziamento. Come sostiene Barbara Lunghi, responsabile di *Primary Markets* di Borsa Italiana, la nuova qualifica di AIM Italia permetterà di aumentare la visibilità delle imprese italiane sia a livello domestico che internazionale.

Maggiore visibilità

La maggiore visibilità non è l'unico vantaggio che PMI sane, senza rapporti di indebitamento elevati, con un solido *track record* alle spalle e una tradizione di utili reinvestiti può aspirare ad ottenere grazie all'accesso in Borsa, infatti diversi sono i vantaggi che possono prefigurarsi attraverso la quotazione.

Modalità di finanziamento innovativa

Il filo conduttore delle motivazioni e la ragione più lampante è sicuramente quella di utilizzare il mercato dei capitali come modalità di finanziamento alternativa. Raccogliere nuovi fondi è il principale effetto del processo di quotazione, l'emissione di titoli azionari permette di allargare la base proprietaria e di ottenere nuovo capitale attraverso la sottoscrizione di quote di quest'ultimo. La discrasia tra fondi disponibili dell'azienda e l'investimento in attività necessarie per il funzionamento dell'impresa è detta fabbisogno finanziario, il quale rappresenta il costo delle attività atte a gestire efficacemente l'organizzazione. Il fabbisogno può essere colmato attraverso finanziamento interno, utili reinvestiti, o altrimenti attraverso finanziamento esterno, come i prestiti bancari. La struttura del mercato tendenzialmente impone alle imprese un fabbisogno stagionale, ovvero in alcuni periodi l'azienda dispone di *surplus* da investire e in altri ha bisogno di ricorrere al finanziamento esterno. Questa è la strategia più diffusa e preferibile rispetto ad avere un perenne *surplus* di cassa o, al contrario, un perenne *deficit* di cassa. Operare in una situazione tale in cui i finanziamenti a breve si prefigurano come sempre necessari non rappresenta chiaramente una scelta ottimale, soprattutto per le piccole aziende che hanno bisogno di liquidità per ottenere finanziamenti a breve; il rischio più grande che si corre scegliendo questa strategia è quello che in periodi di difficoltà, imprescindibili dato l'andamento instabile e variabile del mercato e del contesto macroeconomico, l'azienda strutturalmente in *deficit* possa più facilmente incorrere nel fallimento in quanto non è in possesso del

marginale di manovra sufficiente per modificare la strategia operativa. Allo stesso modo anche operare costantemente in *surplus* non è una strategia ottimale, in quanto detenere liquidità in eccesso implica dei costi, tra cui il comportamento negligente del *management (moral hazard)*, fiducioso di possedere liquidità sufficiente a risolvere eventuali errori può essere incentivato ad accettare progetti con VAN negativo, o l'ulteriore costo rappresentato dall'imposizione fiscale, la quale fa risultare l'eccessiva liquidità come un investimento a convenienza zero. Il fabbisogno quindi, come stato naturale durante il processo di funzionamento delle imprese, spinge queste ultime ad operarsi per trovare i fondi necessari per finanziare gli impieghi del proprio bilancio; la quotazione ha come principale effetto proprio questo: nuovo capitale da poter investire per lo sviluppo dell'impresa.

Sostegno allo sviluppo

Lo sviluppo è un'altra delle motivazioni che PMI già quotate citano come determinante per intraprendere la quotazione, in particolare le PMI quotate su AIM ritengono che una delle ragioni alla base della loro quotazione è stata quella di reperire nuovo capitale per sostenere il proprio sviluppo. Queste aziende, programmando la propria strategia di lungo periodo, hanno deciso di limitare il vincolo che le lega alle istituzioni di credito convenzionali, diversificare le fonti di finanziamento e dare il via ad una nuova strategia di finanziamento che non si limita ad un reperimento di fondi occasionale. La quotazione, infatti, permette di raccogliere risorse non solo nella fase di IPO o *un tantum* bensì apre la strada per l'ottenimento di risorse future, alle quali la società potrà accedere nel tempo attraverso operazioni di aumento di capitale. Merita tuttavia ripetere che le società che hanno deciso di quotarsi per finanziare il proprio sviluppo sono società che già registravano tassi di crescita positivi precedentemente e che hanno deciso di limitare il ricorso al capitale di debito proprio per mantenere e anzi aumentare gli originali tassi di crescita. In quest'ottica, la quotazione non è vista come il "trampolino di lancio" per permettere alle imprese di crescere e svilupparsi, bensì come lo strumento che agevola a mantenere ed incrementare uno sviluppo di cui già si aveva traccia nella fase precedente l'accesso in Borsa.

Miglioramento dell'immagine dell'impresa

Un chiaro vantaggio connesso alla quotazione è quello di migliorare l'immagine aziendale e la *brand awareness*. Le imprese quotate sui listini godono di una visibilità e di un prestigio tale da migliorare la percezione che gli *stakeholders* hanno nei confronti della società. Il processo di preparazione e di *due diligence* è lungo e richiede un importante impegno da parte della piccola impresa che mai prima d'ora aveva dovuto sostenere uno sforzo comunicativo (nei confronti di banche, analisti finanziari e della platea di investitori) di tale portata. Vien da sé quindi che le imprese che sono riuscite ad ottenere l'approvazione degli organi preposti al controllo dei requisiti hanno raggiunto un nuovo *status*, una nuova notorietà legata ad elementi di prestigio e qualità. La quotazione, se ben analizzata e ponderata, innesta un circolo virtuoso di cui l'esposizione al mercato si fa motore principale, diventando la garanzia della qualità e solidità

dell'azienda. L'immagine migliorata e rinforzata da questo processo agevola la posizione dell'azienda all'interno del più generale ecosistema e *network* di *business*, gli *stakeholder* diventano più incentivati ad intraprendere rapporti con l'azienda, prefigurando la possibilità di nuovi accordi e *partnership*. In sostanza, la quotazione diviene un simbolo, un marchio attestante la qualità dell'azienda che si traduce in un vantaggio competitivo fondamentale in contesti sempre più competitivi e dinamici.

Facilità ad attrarre risorse qualificate

Il miglioramento della posizione dell'azienda permette, altresì, di attrarre risorse qualificate per la posizione di *manager*. Professionisti ed imprenditori di rilievo del contesto economico possono essere incentivati a ricoprire posizioni all'interno di queste società data la notorietà connessa alla quotazione, alla pubblicità dei siti internet e delle riviste economico-finanziarie che costantemente riportano notizie e risultati delle *performance* delle varie società quotate sui listini. L'esposizione al mercato può fungere da incentivo sia per figure professionali esterne all'impresa che vogliono migliorare la propria immagine personale sia per il *management* interno, la visibilità connessa alla quotazione incentiva e stimola l'organo gestionale a massimizzare con il proprio operato il valore per gli azionisti. Spesso inoltre nelle realtà delle aziende quotate trovano ragion d'essere più che in quelle non quotate i piani di *stock option*, piani destinati ai dipendenti e connessi ai risultati raggiunti tramite le *performance* di ognuno che consistono nella remunerazione attraverso titoli azionari della società.

Cambiamento dell'assetto organizzativo

Un ulteriore vantaggio connesso alla quotazione è il cambiamento che questo implica nella cultura aziendale, il processo di mercato impone alle piccole imprese di imparare ad organizzarsi come una grande azienda all'insegna della massima trasparenza e comunicazione. La quotazione comporta un cambiamento del sistema organizzativo aziendale, che deve necessariamente modificarsi sia per gestire la fase di preparazione e fornire i dati contabili richiesti, sia per la fase di esecuzione che conduce alla negoziazione e scambio dei titoli, sia per la fase di *aftermarket* in cui la società deve rispettare una serie di obblighi di *disclosure* connessi al titolo di società quotata e ai nuovi oneri legati ai recenti rapporti intercorsi con gli *stakeholders*. Per potere accedere al mercato le imprese sono obbligate ad implementare un sistema di pianificazione e controllo efficiente al fine di comunicare i dati rappresentativi della situazione economica, finanziaria e patrimoniale. Trasparenza, tempestività, affidabilità diventano i *driver* di riferimento per il nuovo sistema di gestione, il mercato esige che i dati aziendali siano affidabili, riflesso della reale situazione in cui verte l'impresa, impone obblighi di fornire precise informazioni e, infine, che tali informazioni vengano comunicate velocemente. Qualora tale tempestività di comunicazione dovesse mancare ciò si potrebbe ripercuotere negativamente sul prezzo delle azioni negoziate generando una pressione al ribasso. Per queste ragioni nonostante le imprese siano già in possesso di piani di controllo di gestione e comunicazione essi devono essere modificati ed adeguati a rispettare le nuove esigenze ed implicazioni che

la negoziazione comporta. Ancora una volta si può parlare di circolo virtuoso innestato dalla quotazione, la quale a partire dal miglioramento esterno trasla lo stesso effetto anche all'interno dell'organizzazione. Infatti, gli obblighi di comunicazione e trasparenza della quotazione si traducono in un processo di comunicazione formale dei dati aziendali che agevola il processo decisionale, rendendo le previsioni e i progetti riguardo strategie future più attendibili e realizzabili. L'esito complessivo del cambiamento è una maggiore fiducia e consenso da parte di clienti, fornitori, partner, banche e del mercato in generale.

Riequilibrio della struttura finanziaria

Andando avanti la quotazione comporta altri benefici, come il riequilibrio della struttura finanziaria. Si è già detto che la ragione principale per intraprendere questo cambiamento è la diversificazione delle fonti di finanziamento, la strategia è quella di voler trasferire i canali di reperimento fondi verso fonti di *equity* allontanandosi dai canali di debito. Uno degli effetti immediati dell'emissione di azioni è infatti il miglioramento del *lavarage*, ovvero del rapporto tra mezzi propri e capitale a debito, dovuto all'aumento di capitale proprio raccolto tramite le sottoscrizioni di azioni; tuttavia non è detto che il rapporto di indebitamento non possa nel tempo ritornare ai livelli precedenti. Le imprese hanno migliorato la propria posizione all'interno dell'ecosistema di *business* in cui operano, la quotazione è diventata il marchio della loro stabilità e credibilità e le banche, di conseguenza, si sentono più tutelate nell'erogare prestiti ad un'organizzazione con queste caratteristiche. Il ricorso al capitale di rischio quindi non solo rappresenta una forma di finanziamento alternativa ma riduce anche il costo dell'indebitamento, facendo percepire un minore livello di rischio a cui le banche si espongono nel funzionamento della loro attività, concedere prestiti. Lo *standing* presso le istituzioni creditizie migliora e le banche non richiederanno, in definitiva, tassi di interesse elevati per coprirsi dal rischio di insolvenza o di controparte. Dopo la quotazione la struttura finanziaria della società è riequilibrata a favore di fonti di *equity*, generando nuova liquidità per gli azionisti originari e dando la spinta per implementare nella strategia aziendale innovazioni di prodotto e di processo.

Possibilità di liquidare i vecchi soci

Gli azionisti originari possono scegliere di intraprendere una IPO per poter valorizzare le proprie posizioni all'interno dell'azienda e smobilizzare le loro partecipazioni. La quotazione implica lo scambio di titoli rappresentativi della società ad un prezzo rilevato dal mercato, attraverso consultazioni degli investitori e analisi strategiche interne all'impresa, ogni qualvolta si verifica un incontro tra domanda e offerta sulle piattaforme preposte per la negoziazione. Se i titoli sono liquidi, facilmente scambiabili sul mercato, è semplice monetizzarli, ovvero è facile liquidare il valore creato dall'impresa e ottenere un rendimento (*capital gain*) dall'investimento effettuato nella società. La quotazione offre quindi la possibilità agli azionisti di valorizzare le proprie posizioni sia in fase di prima emissione che in successive negoziazioni dei titoli sul mercato secondario. Questo vantaggio connesso alla quotazione trova particolare ragione d'essere per le PMI a conduzione familiare, in cui qualora l'imprenditore originario, "il capo famiglia", senta la

necessità di dover disinvestire parte del proprio investimento e diversificare il proprio portafoglio di attività può farlo senza dover cedere la propria partecipazione ad un altro socio. Per le PMI a conduzione familiare la quotazione, in quanto strumento di riorganizzazione dell'assetto proprietario, può rappresentare l'occasione per facilitare il passaggio intergenerazionale, fonte di instabilità per l'impresa, e liquidare gli azionisti del nucleo familiare che non vogliono più partecipare alla gestione operativa. Infine, l'ammissione alle negoziazioni permette lo smobilizzo di una particolare categoria di soci, gli investitori istituzionali. L'impresa può essere stata finanziata da fondi di *Private Equity* che hanno interesse nel vendere la propria partecipazione e realizzare un *capital gain* positivo.

Crescita dimensionale e riposizionamento nel contesto competitivo

Una delle conseguenze a cui porta la negoziazione è la crescita della dimensione aziendale, le PMI in quanto imprese tendenzialmente private sono caratterizzate da una struttura organizzativa semplice o al massimo funzionale, in cui ci sono poche *business units* che riportano direttamente al vertice, l'imprenditore, nelle mani del quale è accentrato il potere decisionale. L'aumento delle dimensioni talvolta diventa una condizione imprescindibile per continuare ad operare nel mercato, sempre più dinamico e competitivo, e solo grandi aziende riescono ad ottenere quei vantaggi atti a ricoprire posizioni di primo piano. Il contesto competitivo impone la diversificazione del proprio portafoglio e la quotazione diviene lo strumento per realizzare mirati investimenti ed acquisizioni per tutelare la posizione dell'azienda e anzi erigerla a *leader* di mercato. Questo è il vantaggio che l'azienda Campari, *leader* nel settore delle bevande, ha voluto ottenere nel 2001 quando ha deciso di quotarsi in Borsa: realizzare una serie di acquisizioni per rendere il proprio portafogli marchi più diversificato e in grado di competere con i *player* internazionali, inserendo all'interno del proprio marchio aziende riconosciute a livello internazionale o comunque dotate di particolari elementi distintivi e posizioni di forza nell'ambito dei propri *business*.

Incrementare il valore dell'azienda

L'ammissione alla negoziazione permette di definire il valore dell'azienda, espresso tramite il prezzo dei titoli azionari scambiati sul mercato. A parità di *business* e dimensione il valore attribuito dal mercato alle imprese quotate è tendenzialmente maggiore di quello delle imprese private. La negoziazione diventa un'*acquisition currency* ovvero una moneta di scambio, garante del maggior valore della società.

Quelli finora descritti sono i vantaggi che una PMI può aspirare ad ottenere tramite l'emissione e negoziazione di titoli rappresentativi del capitale aziendale che si traducono in un incremento dell'immagine e della visibilità sui mercati, la possibilità di attrarre risorse qualificate e allo stesso tempo ritenere all'interno figure professionali, riequilibrare la struttura finanziaria a vantaggio di fonti di *equity* e infine un miglioramento della posizione dell'impresa nell'ecosistema competitivo e nella percezione degli

stakeholders. Il beneficio primario è senz'altro quello di reperire capitale e fondi, ma soprattutto perseguendo questa via si ottiene come vantaggio quello di ridurre la dipendenza delle aziende dalle istituzioni bancarie. La crisi finanziaria che purtroppo sta caratterizzando i nostri tempi ha fortemente arrestato lo sviluppo delle imprese italiane, il cosiddetto “*bargaining power of suppliers*” (uno degli elementi del modello competitivo delle Cinque Forze di Porter), ha decretato la posizione predominante delle banche, capaci di imporre le proprie condizioni alle imprese. Il mutamento del comportamento delle istituzioni creditizie dopo il 2008 ha avuto un forte impatto sull'economia del Paese, prima di questa data probabilmente le imprese facevano un eccessivo affidamento sulle risorse a cui avevano accesso tramite il canale bancario, ma le condizioni macroeconomiche hanno rivoltato tale fiducia in una grande debolezza e in una forte limitazione per le aziende. Le banche hanno ridotto la fornitura di liquidità alle imprese che si sono ritrovate senza strumenti per finanziare le proprie attività, nel momento in cui tale liquidità non affluiva più nelle casse delle imprese lo stesso si può affermare anche per i singoli individui, per quanto riguarda ad esempio l'erogazione di mutui, decretando una battuta d'arresto per tutto il sistema economico di produzione di beni e servizi. Un esempio lampante è quello del settore edilizio, in cui il rigore delle banche nel concedere mutui ha avuto un forte impatto negativo sulle imprese del settore, a cui il governo sta cercando di rimediare con strumenti normativi indirizzati *ad hoc*.

È empiricamente dimostrato che le PMI sono il motore dell'economia italiana ed europea ma se le imprese rimangono così dipendenti da una sola fonte di finanziamento nel lungo periodo verranno sbaragliate dalle imprese americane e cinesi, forti di una diversificazione del rischio che non le vincola ad un'unica fonte di finanziamento. Per rimanere competitive le PMI italiane devono cambiare, non per forza in termini dimensionali poiché talvolta è proprio la ridotta dimensione che permette di avere un vantaggio competitivo in particolari *business*, ma in termini di reattività, di innovazione e diversificazione del rischio, le imprese non devono essere eccessivamente dipendenti da fonte esterne, dinamiche devono trovare il vantaggio che permetta di valorizzarle e di raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo. La pressione competitiva internazionale è talmente forte che le aziende italiane rischiano di rimanere indietro e a tal proposito, le istituzioni ricoprono un ruolo determinante: devono supportare le imprese in fase di pianificazione strategica, indirizzarle per poter superare i limiti imposti dalla cultura e tradizione non solo dell'Italia, ma dell'Europa tutta.

Paragrafo 3.3 – Costi legati alla quotazione sul mercato azionario

Se da una parte i vantaggi connessi alla quotazione sono insindacabili dall'altra l'impresa non può ovviare alle criticità insite in questo processo. La prima emissione di azioni comporta uno sforzo e un impegno notevole da parte dell'impresa sia per essere ammessi alla negoziazione sia per mantenere lo *status* di società quotata, la quale deve attentamente considerare i vincoli che il passaggio ad una società pubblica comporta.

Cambiamento dell'assetto organizzativo

Insieme ad un vantaggio l'apertura del capitale a soggetti esterni può implicare anche una criticità. L'organizzazione familiare delle imprese mal si coniuga con l'apertura del capitale al pubblico, l'imprenditore di una PMI spesso non prende in considerazione l'esposizione della propria azienda su un listino per paura di perderne il controllo e il potere decisionale. La maggior parte delle imprese italiane sono più che medie piccole imprese, il cui funzionamento dipende quasi esclusivamente dalla fiducia nelle capacità dell'ideatore del business. Gli imprenditori delle PMI non sono favorevolmente disposti a rinunciare alla commistione tra patrimonio personale e aziendale, questo è un aspetto che suscita particolare preoccupazione poiché l'ingerenza di terzi è vista come una minaccia al patrimonio familiare che confluisce quasi del tutto in quello dell'azienda, e, allo stesso modo, non sono preparati a passare da una gestione padronale e familiare ad un'organizzazione aperta a terzi, più autonoma e inserita nel mercato nonché più indipendente dalla figura del fondatore e della famiglia detentrici del controllo. Tuttavia, il rischio di perdere la direzione può essere ovviato mantenendo una partecipazione alla gestione aziendale superiore al 50%, come è avvenuto per la maggior parte delle imprese che hanno deciso di quotarsi. Un'ulteriore criticità che il passaggio a società pubblica può implicare è quello di perdere libertà decisionale dovuta al rispetto di obblighi di trasparenza e comunicazione imposti dal mercato, potendo comportare la divulgazione di informazioni private che una volta rese accessibili ai concorrenti possono minare il vantaggio competitivo dell'azienda.

Non adeguata valorizzazione dell'impresa

Un ulteriore rischio è rappresentato dalla non corretta valutazione che il mercato può attribuire all'azienda. Gli imprenditori temono che la comunità finanziaria possa non comprendere le opportunità di sviluppo e crescita dell'impresa, preferendo finanziarsi più tradizionalmente per mantenere il controllo e proseguire la strategia di sviluppo che il fondatore del *business* intende perseguire. A tal proposito, gli analisti finanziari incaricati di accompagnare l'azienda nel processo di quotazione devono assicurare che il pubblico abbia inteso le capacità e opportunità dell'impresa, le quali, tra l'altro, dovranno essere riflesse nella figura dell'imprenditore, fondamentale per convincere e persuadere la platea di investitori. La negoziazione, inoltre, implica l'esposizione dell'azienda all'andamento variabile dei mercati nazionali e internazionali. Il valore dei titoli diventa soggetto alle oscillazioni tipiche dei mercati, dipendenti da fasi congiunturali del sistema economico e da variazioni all'interno dei settori di riferimento, e indipendenti dalle politiche strategiche e gestionali dell'impresa. Una non corretta comprensione delle opportunità di investimento e un condizionamento di variabili esogene svincolate dalla *performance* aziendale rappresentano le ragioni per le quali i *manager* aziendali possono essere disincentivati ad intraprendere un processo di quotazione.

Costi della quotazione

Uno dei vincoli che rende le PMI restie a quotarsi è l'onere in termini di costi che la quotazione comporta. I costi che l'impresa deve sostenere possono essere divisi tra costi fissi e variabili¹⁸; i primi sono rappresentati dai costi da sostenere in fase di preparazione e di *due diligence*, effettuata dal *Nomad*, dipendono dallo standing che l'impresa detiene presso il mercato, ovvero dal livello di qualità aziendale percepito da banche ed investitori e dalla complessità della quotazione. I costi variabili invece dipendono dalla dimensione dell'offerta, ovvero dal numero di titoli che si vuole offrire in fase di collocamento, vengono calcolati su una percentuale del capitale raccolto, sono proporzionali ai prodotti finanziari emessi e quindi all'aumentare dell'offerta possono superare i costi fissi.

L'IR *Top Consulting* ha stimato che i costi fissi per una PMI si aggirano tra i 650 mila e gli 830 mila euro, ma che il credito d'imposta previsto dalla legge di bilancio 2018 può ridurli quasi del 50% arrivando ad una somma compresa tra i 330 mila e i 650 mila euro, grazie alla possibilità di detrazione di un importo massimo di 500 mila euro.¹⁹

Nonostante l'elevato capitale iniziale richiesto possa rappresentare una consistente barriera all'entrata è opportuno ridefinire tali costi in un'ottica diversa, un investimento. Differentemente dal sistema bancario il mercato di Borsa permette non un finanziamento *una tantum* bensì apre la strada ad un canale di reperimento fondi permanente. Inoltre, è opportuno considerare i costi unitamente ai vantaggi che la quotazione comporta, come l'aumento di visibilità e di *standing* creditizio che può ridurre il costo di reperimento di capitale di debito, grazie al prestigio ottenuto dall'esposizione al mercato. I costi, quindi, sono funzionali alla creazione di valore nel lungo periodo, accelerando il raggiungimento di una posizione di primo piano e di un miglioramento a livello competitivo per affrontare le improrogabili sfide internazionali.

Tenendo conto delle motivazioni a favore e contro la quotazione si può concludere che la ragione principale per la quale le PMI non scelgono di quotarsi è la tensione che questo provocherebbe a livello di struttura organizzativa. L'ostacolo più grande che tale modalità di finanziamento incontra è soprattutto di natura culturale, gli imprenditori italiani non sono educati a pianificare una strategia aziendale che possa includere l'ingerenza di terzi nella proprietà dell'impresa, minando il potere decisionale e soprattutto rappresentando una minaccia al patrimonio personale che si vede inevitabilmente fuso con quello aziendale.

Gli obblighi di trasparenza e *disclosure* imposti dal mercato rischiano di far perdere snellezza e flessibilità alle PMI, che hanno fatto di queste caratteristiche i loro punti di forza e, inoltre, gli imprenditori temono che la formalità della comunicazione richiesta possa tradursi in una pesante ingessatura per l'organizzazione.

Tali preoccupazioni, tuttavia, sono stati i *driver* che hanno portato le istituzioni a fondare AIM, il mercato di Borsa che richiede una ridotta documentazione e un processo di quotazione più breve, il quale vuole incentivare le PMI a non farsi spaventare di perdere i propri elementi di forza ma anzi vuole mostrarsi come lo strumento che permetta di valorizzarli e incrementarli.

¹⁸ Borsa Italiana, Come quotarsi: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/comequotarsi/costi/costi.htm>

¹⁹ P. P. Alibricci (2018). *Nel 2018 si dimezzeranno i costi fissi per la quotazione delle PMI*. Tratto da Milano Finanza.

<https://www.milanofinanza.it/news/nel-2018-si-dimezzeranno-i-costi-fissi-per-la-quotazione-delle-pmi-201712271329127126>

Capitolo 4 – Evidenze empiriche

Paragrafo 4.1 – Analisi del capitale di rischio

Il costo del capitale di rischio coincide con il rendimento richiesto dagli azionisti per il proprio investimento nell'impresa. Tale rendimento può essere desunto tramite l'applicazione del *capital asset pricing model* (CAPM), il quale afferma che il costo del capitale è uguale al tasso d'interesse privo di rischio più un premio per il rischio moltiplicato per il beta, misura della sensibilità del titolo ai movimenti di mercato ovvero indice di quanto il titolo azionario contribuisce al rischio del portafoglio di mercato.

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Alla base del modello del CAPM vi sono le teorie di *Harry Markowitz* secondo le quali un investitore può ridurre gli scarti quadratici medi (rischio specifico) dei rendimenti di un portafoglio diversificando i titoli contenuti nello stesso, ovvero scegliendo titoli che non abbiano andamenti concordi. Aumentando il numero di titoli contenuti nel portafoglio e di conseguenza la diversificazione, è possibile eliminare il rischio specifico riducendo il rischio totale al solo rischio sistematico, non diversificabile, di cui il beta ne è la rappresentazione. Esiste un solo portafoglio ben diversificato e capace di superare tutte le altre combinazioni di titoli rischiosi ed è il portafoglio di mercato, un paniere dei titoli azionari più rilevanti quotati sul mercato ognuno con un peso relativo alla propria capitalizzazione, il beta di tale portafoglio è uguale a 1. Secondo il modello del CAPM, quindi, i rendimenti di un titolo azionario aumentano in maniera proporzionale al beta dell'attività. La misura del contributo del titolo azionario al rischio del portafoglio, beta, è uguale al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti del titolo e i rendimenti del mercato e la varianza dei rendimenti del mercato.

$$\beta = \sigma_{im} / \sigma_m^2$$

Per il calcolo del beta si utilizzano dati rilevati giornalmente su un orizzonte temporale che varia tra i due e i cinque anni. È prassi utilizzare come orizzonte il tempo di un ciclo economico, al fine di avere la migliore informazione possibile sul legame tra i prezzi di mercato del titolo e i valori dell'indice di mercato, utilizzato come approssimazione del rendimento del portafoglio di mercato. Si prediligono dati giornalieri poiché più rappresentativi della volatilità dei prezzi e quindi più significativi a livello statistico rispetto a dati settimanali o mensili.

Il premio per il rischio di mercato ($r_m - r_f$) si ottiene utilizzando le serie storiche relative al rendimento medio di mercato e il rendimento privo di rischio, per l'Italia è stimato essere tra il 5% e il 6%, come riporta il report annuale *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019*²⁰.

²⁰ "Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019" pag. 23
<https://www.credit-suisse.com/corporate/en/articles/news-and-expertise/global-investment-returns-yearbook-201902.html>;

Infine, il rendimento privo di rischio (r_f) è il tasso corrisposto dai titoli di Stato su un orizzonte di 5 o 10 anni, si utilizza il rendimento dei BOT, per l'Italia, poiché lo Stato è considerato il prestatore privo di rischio.

Paragrafo – 4.2 – Caso pratico: Bio-On

Bio-On è un'azienda bolognese nata nel 2007 il cui *business* riguarda la produzione di bio plastiche, polimeri in grado di prendere il posto delle plastiche tradizionali, di tipo PHAs (polidrossialcanoati), operante nel settore delle biotecnologie. Bio-on realizza prodotti completamente naturali ottenuti da fonti rinnovabili e scarti agricoli, la sua *mission* è quella di offrire la tecnologia necessaria per realizzare prodotti PHAs, attraverso il rilascio di licenze d'uso, da implementare nel ciclo produttivo di aziende operanti nei settori: agroalimentare, design e accessori, *packaging* alimentare, cosmetico e farmaceutico. L'azienda nel 2014 ha deciso di collocare le proprie azioni su AIM Italia, in particolare il collocamento ha riguardato n. 1.375.000 azioni ordinarie di cui 1.237.500 destinate ad aumento del Capitale Sociale e 137.500 azioni poste in vendita. La società è quindi passata da una Società a responsabilità limitata (S.r.l) ad una Società per Azioni (S.p.A). In fase di collocamento la società ha raccolto 6,875 milioni di euro, accompagnata da EnVent in veste di *Nomad* e con Banca Finnat come intermediario responsabile del collocamento.

La ragione alla base della quotazione è stata reperire capitali per sostenere la crescita e lo sviluppo dell'azienda che stava ottenendo risultati ragguardevoli in termini di *performance* e redditività. Il CEO Marco Astorri ha affermato che l'azienda ha investito 2/3 del fatturato in attività di ricerca e che la ragione alla base della scelta di quotarsi è stata quella di ricercare in Borsa i capitali per continuare a sviluppare il portafoglio ordini.

L'offerta di Bio-On sembra rispondere in maniera efficiente ed efficace alle nuove esigenze del mercato, l'atteggiamento di industrie e consumatori sta cambiando a favore di scelte più *green* e sostenibili e il *business* specifico dell'azienda sembra adeguarsi perfettamente al nuovo *trend* che sta caratterizzando il mercato in questo momento. Le nuove tendenze in termini di sostenibilità ambientale, la mentalità "bio" dei consumatori dei settori di riferimento e l'aumento di politiche di *Company Social Responsibilities* hanno guidato il *management* nella scelta di collocare le azioni dell'impresa sul mercato per le PMI ad alto potenziale di crescita, crescita che la stessa azienda ha voluto perseguire con tale operazione, forte di una domanda di mercato in aumento. La concorrenza nel settore di riferimento è relativamente bassa, al momento non ci sono aziende comparabili in termini di modello di *business*, infatti Bio-On è saldamente focalizzata su ricerca e concessione di licenze d'uso, mentre gli altri *player* di settore mirano a produrre prodotti con caratteristiche simili agli attuali biopolimeri, dai quali sono però ancora lontani per qualità tecnica.

Paragrafo 4.2.1 – Analisi di bilancio di Bio-On

Di seguito sono riportati alcuni indici di bilancio rappresentativi della *performance* di Bio-On, al fine di verificare empiricamente i risultati della quotazione avvenuta nel 2014. Per comprendere più in dettaglio i cambiamenti che il processo di esposizione al mercato ha comportato è stata analizzata la gestione aziendale nei primi 3 anni precedenti l'IPO e nei successivi 3.²¹

Tabella n. 4.1 – Financial Structure Ratios Bio-On PRE-IPO

	2011	2012	2013
TOT ASSETS	1.262.677	1.788.816	1.772.364
REVENUES	1.429.253	1.423.542	1.829.027
CAPEX	73.508	180.012	560.540
CAPEX/TOT ASSETS	0,058	0,100	0,31
EMPLOYEES	3	6	6
ROA	0,15	0,081	0,41
ROS	0,13	0,102	0,26
ROE	0,38	0,21	0,24
CASH RATIO	0,48	0,47	0,20
CURRENT RATIO	1,19	1,23	0,89
QUICK RATIO	1,19	2,00	0,29
LEVERAGE	3,60	3,90	3,17

Fonte: elaborazione personale a partire da dati di bilancio annuali.

La tabella 4.1 informa circa la situazione in cui l'azienda verteva nei 3 anni precedenti il collocamento delle azioni sul mercato AIM Italia. L'aumento del fatturato e del CAPEX (spese in conto capitale che l'azienda effettua per incrementare le proprie immobilizzazioni) è indice che l'azienda stava crescendo in termini di dimensioni, di investimenti e di ricavi, infatti dal 2011 al 2013 il CAGR (tasso annuo di crescita composto) relativo al fatturato è aumentato dell' 8,56% ma ancora più significativo è il tasso di crescita del CAPEX che in tre anni ha raggiunto il più 96,82%, passando da 73.508 a 560.540 euro investiti in nuove attività. Indice dello stato di espansione verso cui verteva il *business* è anche il numero di dipendenti in aumento.

Per quanto riguarda il profilo della profittabilità gli indici non sono particolarmente elevati, segnale della difficoltà dell'impresa di generare utili, ma nonostante i risultati non particolarmente notevoli, essi non diventano mai negativi, ovvero Bio-On prima della quotazione non ha mai rendicontato un saldo di bilancio negativo. In particolare, è interessante notare che tra i tre indici relativi alla profittabilità quello che è aumentato di più è il

²¹ Al fine di calcolare gli indici per l'analisi finanziaria sono stati utilizzati i bilanci depositati di Bio-On, reperibili dal loro sito web nella sezione "Investor Relations"; <http://www.bio-on.it>

ROA, precisamente del 39,81%. Il ROA o ROI è il rapporto tra reddito operativo e attività totali, un aumento di questo coefficiente dimostra come l'azienda stia, di anno in anno, incrementando l'efficienza nell'utilizzo delle proprie risorse. Il ROS è il rapporto tra reddito operativo e vendite, il risultato informa circa la capacità dell'impresa di generare profitto dai ricavi, ovvero indica il ricavo che si ottiene per ogni euro investito, anche in questo caso il coefficiente non raggiunge livelli elevati ma mai negativi. Il ROS e il ROA al numeratore utilizzano il reddito operativo ante imposte, ovvero ci si riferisce alla gestione caratteristica, quanto il *management* è efficace nel generare un saldo di bilancio positivo, la positività di entrambi i coefficienti dimostra che l'azienda è in grado di performare bene sul mercato e che quindi è in grado di generare profitto. Infine, il ROE, rapporto tra reddito netto ed *equity*, informa circa la redditività dei mezzi propri dell'impresa ed è un coefficiente particolarmente utile per gli investitori poiché indica il ritorno economico degli azionisti che hanno investito capitale nell'azienda. Questo coefficiente è l'unico tra i tre che tra il 2011 e il 2013 decresce, tuttavia non è un segnale allarmante se si considera contestualmente l'aumento degli *assets* e del CAPEX, l'impresa sta infatti investendo per crescere e sviluppare il proprio *business*.

Sotto il profilo della liquidità la positività degli indici (*cash ratio*; *current ratio*; *quick ratio*) rileva che l'azienda dispone di liquidità sufficiente per far fronte alle obbligazioni di breve termine segnalando, quindi, una situazione finanziaria piuttosto stabile. In particolare, il *current ratio* e il *quick ratio* per il 2011 e il 2012 registrano valori superiori all'unità, sinonimo che l'azienda è in grado di convertire le proprie attività in risorse liquide per pagare i debiti. I due indici diminuiscono l'anno prima della quotazione a causa di un aumento delle passività correnti, l'impresa ha infatti aumentato il livello del debito per finanziare i nuovi investimenti. Il *cash ratio*, invece, sembra suggerire un'interpretazione diametralmente opposta, in quanto registra per tutti e tre gli anni considerati valori inferiori all'unità. Tale situazione, tuttavia, non dà al mercato un segnale di instabilità finanziaria, in quanto il basso livello potrebbe semplicemente suggerire che l'azienda voglia detenere un livello di riserve contenuto.

Infine, l'indice di *leverage* informa circa il livello di indebitamento, il quale è il risultato del rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. Bio-On negli anni precedenti la quotazione registra un livello di leva piuttosto consistente, superiore a 2, che è fisiologicamente naturale per sostenere la crescita economica.

Per concludere, gli indici analizzati sembrano suggerire quanto finora considerato nel presente elaborato, ovvero le imprese che si apprestano alla quotazione sono imprese finanziariamente solide, con rapporti di indebitamento non eccessivi e opportunità di crescita evidenti. Bio-On ha rispettato il così detto "*market timing*", l'impresa stava crescendo sia in termini di ricavi che di investimenti e nonostante non particolarmente profittevole, situazione del tutto normale per imprese in crescita che non riescono ad autofinanziarsi nel breve periodo, registrava tassi in aumento per quanto riguarda l'utilizzo efficiente delle proprie attività (ROA). Infine, anche l'analisi dell'ambiente macroeconomico sembravano far presagire prospettive favorevoli per lo sviluppo del *business*, dato il crescente interesse degli attori economici ad alternative più *green* e sostenibili, interesse dettato in parte anche obbligatoriamente dalle recenti e stringenti normative in merito a processi produttivi meno

inquinanti per le imprese. Una volta chiare le opportunità che sembravano profilarsi per Bio-On, l'azienda ha deciso di sfruttare la propria crescita e il proprio vantaggio competitivo e di quotarsi su AIM Italia.

Tabella n. 4.2 – Financial Structure Ratios Bio-On POST-IPO

	2014	2015	2016
TOT ASSETS	8.772.140	21.274.396	19.006.526
REVENUES	2.819.043	8.647.196	5.579.457
CAPEX	1.970.097	3.901.006	3.349.678
CAPEX/ASSETS	0,22	0,18	0,17
EMPLOYEES	6	10	12
ROA	0,042	0,18	-0,0026
ROS	0,133	0,45	-0,0089
ROE	0,030	0,19	0,04
CASH RATIO	2,07	3,87	2,18
CURRENT RATIO	3,47	7,73	8,36
QUICK RATIO	2,77	5,58	5,10
LEVERAGE	0,29	0,16	0,14

Fonte: elaborazione personale a partire da dati di bilancio annuali.

La tabella 4.2 riporta i dati di bilancio di Bio-On nei tre anni successivi la quotazione. L'effetto immediato è stato un aumento considerevole delle attività, del fatturato e degli investimenti, rispettivamente tra il 2014 e il 2015 il tasso di crescita è stato del 142,52%, 206,74% e del 98,01%. Anche i dipendenti sono aumentati costantemente durante gli anni, dando al mercato il segnale di aver effettivamente incrementato le dimensioni aziendali post IPO. L'impresa ha raggiunto già dal primo anno post IPO un aumento rilevante in termini dimensionali, di cui *assets* e *revenues* ne sono un chiaro esempio, al contrario non si registrano incrementi significativi per quanto riguarda i tassi di investimento (*CAPEX/tot assets*). Nonostante la flessione del tasso di investimento in tutti e tre gli anni, tra il 2014 e il 2015 il livello del CAPEX è aumentato considerevolmente per poi decrescere leggermente tra il 2015 e il 2016, precisamente del 14,13%. Per quanto riguarda il fatturato, dopo il primo anno di quotazione l'effetto dell'IPO sembra perdere di intensità, probabilmente la riduzione è dovuta al raggiungimento da parte di Bio-On della propria dimensione efficiente. Obiettivo principale del passaggio da privato a pubblico è quello di reperire capitale per potere investire in progetti che permettano l'espansione del *business*, ciò dovrebbe essere riscontrabile in un aumento degli investimenti. L'evidenza empirica sembra confermare parzialmente questa ipotesi, infatti il primo anno dopo la quotazione il CAPEX subisce effettivamente un incremento, ma già dal secondo anno

post IPO comincia a decrescere confermando l'ipotesi che l'impresa abbia raggiunto la dimensione efficiente, che gli permette di competere efficacemente con i *players* di mercato.

Gli indici di profittabilità in fase di post IPO decrescono, il ROA e ROS nel 2016 diventano negativi mentre il ROE si riduce considerevolmente ma non raggiunge livelli inferiori allo 0. Il decremento degli indici è dovuto in parte ai costi che la società ha dovuto sostenere in fase di quotazione. Il peggioramento del profilo di profittabilità può essere ricondotto a due interpretazioni: la prima si riferisce al *market timing*, ovvero Bio-On aveva individuato il picco oltre il quale la profittabilità dell'impresa avrebbe iniziato a decrescere e l'impresa non sarebbe più stata performante come prima; mentre la seconda si riferisce all'individuazione di un momento particolarmente ottimista del mercato, che avrebbe permesso all'impresa di sfruttare un'opportunità temporanea per incrementare liquidità nel breve termine ed effettuare gli investimenti sufficienti a raggiungere la dimensione aziendale ottimale per ricoprire una posizione di *leadership* nell'ambiente competitivo di *business*.

Conseguenza immediata della quotazione è l'aumento delle disponibilità liquide, di cui ne sono evidenza gli indici di *cash ratio*, *current ratio* e *quick ratio*. La maggiore liquidità, derivante dalle sottoscrizioni di capitale da parte di nuovi investitori, è stata utilizzata per finanziare nuovi progetti relativi alla ricerca e allo sviluppo di nuovi materiali²², che da questo momento sono prevalentemente finanziati da capitale proprio, ne è evidenza l'aumento del CAPEX l'anno successivo la quotazione. Tuttavia, il tasso di investimento decresce nei successivi anni facendo presumere che non tutta la nuova liquidità generata dall'IPO sia stata utilizzata per finanziare nuovi progetti, bensì sembra essere stata impiegata in parte per ridurre il debito verso terzi.

Infine, il rapporto di indebitamento ha subito una forte riduzione rispetto agli esercizi precedenti, dal 2013 al 2014 è infatti diminuito consistentemente passando da 3,17 a 0,29. Il rapporto continua a diminuire nei due esercizi successivi l'IPO, sinonimo di un maggiore finanziamento tramite capitale proprio rispetto al capitale di terzi. Il *deleverage* non sembra essere momentaneo facendo presupporre che l'azienda abbia ridotto la dipendenza dal debito, Bio-On ha infatti considerevolmente ridotto il finanziamento delle proprie attività tramite istituzioni di credito ma il tasso continua a decrescere in maniera molto più contenuta dopo il 2014.

Per concludere, Bio-On grazie alla quotazione ha reso la struttura finanziaria più solida, la quotazione sull'AIM ha garantito i livelli di liquidità ritenuti necessari dall'impresa per realizzare gli obiettivi che l'organizzazione si era preposta. La capitalizzazione della società ha permesso di mantenere un equilibrio in termini di durata e composizione del debito, l'impresa ha sicuramente giovato della maggiore visibilità e del miglioramento di immagine che la quotazione comporta, sfruttando il maggior valore ottenuto anche presso

²² Le informazioni circa le destinazioni di investimento sono state ricavate dalla Note Integrativa corredata al bilancio di Bio-On.

le istituzioni bancarie, infatti seppur il ricorso al capitale di terzi nel primo anno di quotazione è diminuito considerevolmente, il tasso è diminuito in percentuale molto minore nei due anni successivi l'IPO, sinonimo che l'impresa ha continuato a reperire capitale di terzi ma in misura ridotta rispetto agli esercizi precedenti l'esposizione sul mercato potendo usufruire di un maggiore potere contrattuale.

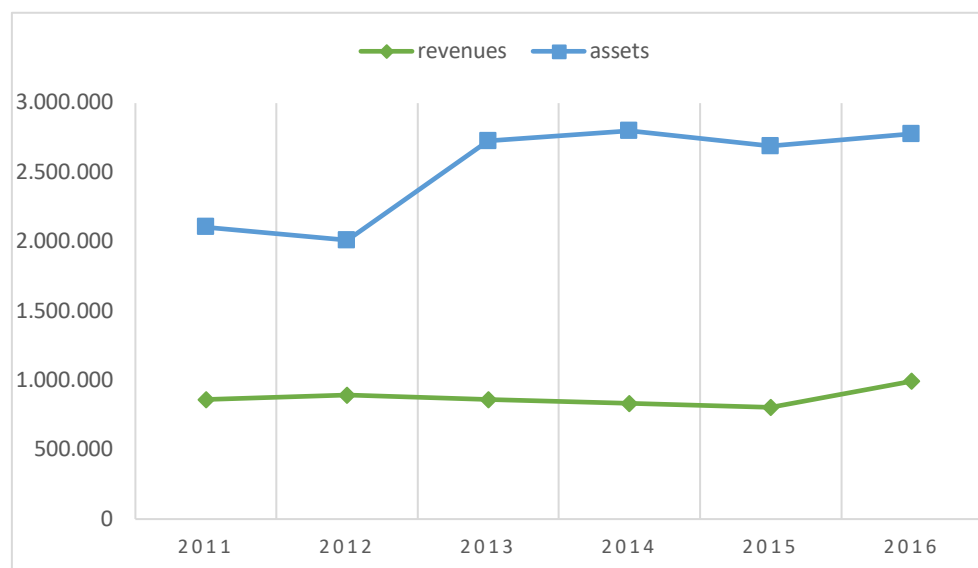
Paragrafo 4.2.2 – Paragone tra Bio-On e imprese comparables

Per verificare l'attendibilità dei dati ottenuti dall'analisi della *performance* di Bio-On, descritta in relazione alla variabile tempo, è stato ritenuto opportuno considerare anche la variabile spazio, ovvero l'andamento del settore in relazione agli stessi indici utilizzati per l'impresa target durante l'arco temporale 2011-2016. Il campione di aziende *comparables* è stato ottenuto a partire dai dati forniti da AIDA, piattaforma contenente informazioni anagrafiche, descrittive e finanziarie delle aziende italiane. L'aggregazione delle aziende è stata conseguita a partire dai seguenti criteri:

- Codice Ateco 2007 (721): sono state selezionate le aziende operanti nel settore di “*ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle scienze naturali e dell'ingegneria*”. Categoria di imprese in cui rientra anche Bio-On.
- N. Dipendenti: per segmentare il settore sono state ricercate le imprese che avessero, nell'arco di tempo considerato, un numero minimo di dipendenti pari a 3 e un massimo di 12. Nel 2011 Bio-On contava 3 dipendenti, a fine 2016 il numero è aumentato fino a 12. Il numero di dipendenti è indicativo delle dimensioni aziendali.
- Totale Attività: è stato impostato un livello massimo di 22.000.000, coerentemente con quanto impiegato da Bio-On in termini di attività.
- EBITDA: è stato impostato un livello massimo di 5.000.000, pari al risultato lordo maggiore rendicontato dall'azienda target nell'orizzonte considerato.
- Ricavi di vendite: pari ad un massimo di 900.000, in linea con quanto ottenuto da Bio-On.
- Data di costituzione: Bio-On era un'impresa giovane al momento della quotazione, con appena 7 anni dalla data di fondazione. È stato ritenuto opportuno segmentare il settore anche in funzione della fase di vita aziendale, in quanto indicativa delle opportunità di crescita future che differenziano imprese giovani da imprese mature, inserendo come data di costituzione il 2005.

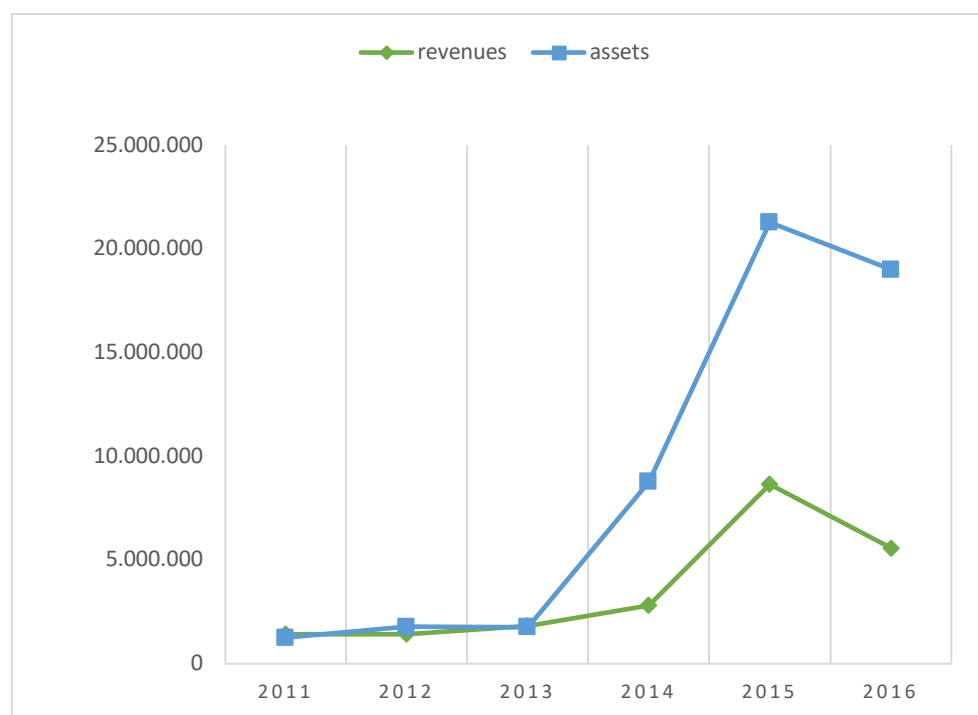
La ricerca ha condotto ad un risultato totale di 26 aziende (avendo escluso le attività cessate o in liquidazione e le realtà eccessivamente piccole), ritenute pari all'azienda target ed adeguate al fine di realizzare paragoni significativi. Per ogni azienda AIDA fornisce i bilanci annuali e i relativi dati finanziari, a partire dai quali sono stati rinvenuti i seguenti coefficienti: *revenues*; *tot. assets*; *employees*; *ROS*; *ROA*; *ROE*; *leverage*. Dopo aver calcolato i rapporti per ciascuna azienda per ogni anno dal 2011 al 2016, è stata fatta una media dei *comparables*, dalla quale infine è stato desunto il seguente andamento.

Grafico n. 4.3 – Course comparables firms; REVENUES-ASSETS



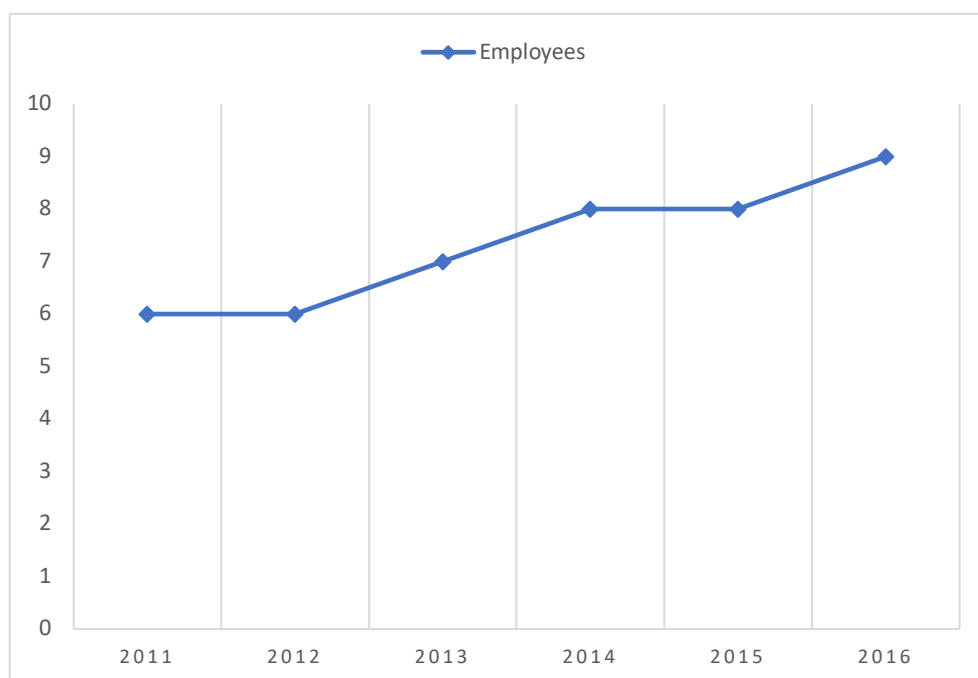
Fonte: elaborazione personale a partire da dati AIDA; 2011-2016

Grafico n. 4.4 – Course Bio-On; REVENUES-ASSETS



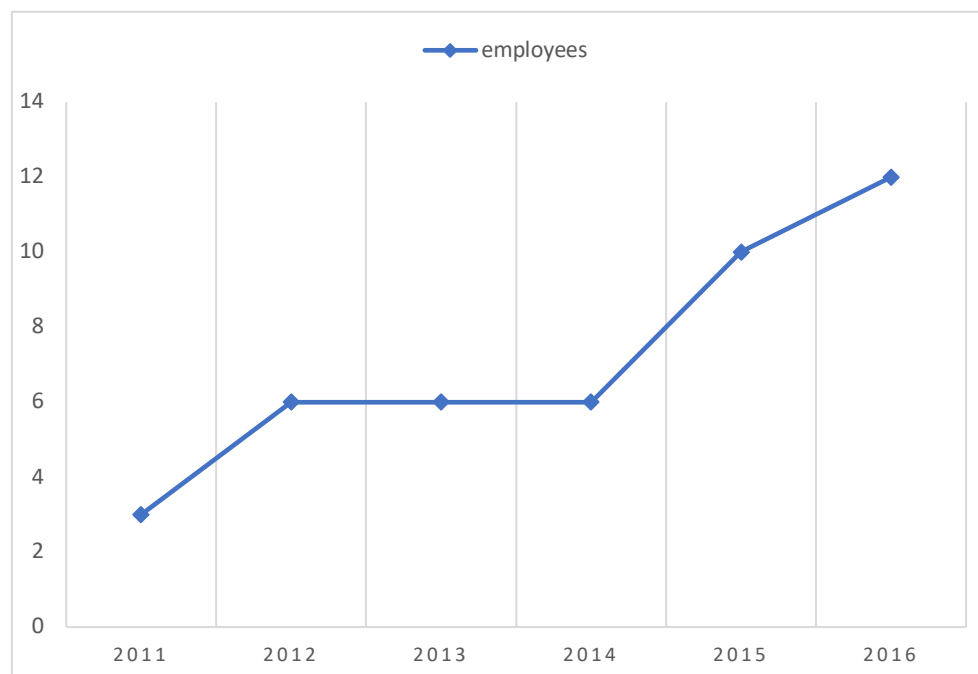
Fonte: elaborazione personale a partire da dati di bilancio; 2011-2016

Grafico n.4.5 – Course comparables firms; EMPLOYEES



Fonte: elaborazione personale a partire da dati AIDA; 2011-2016

Grafico n. 4.6 – Course Bio-On; EMPLOYEES

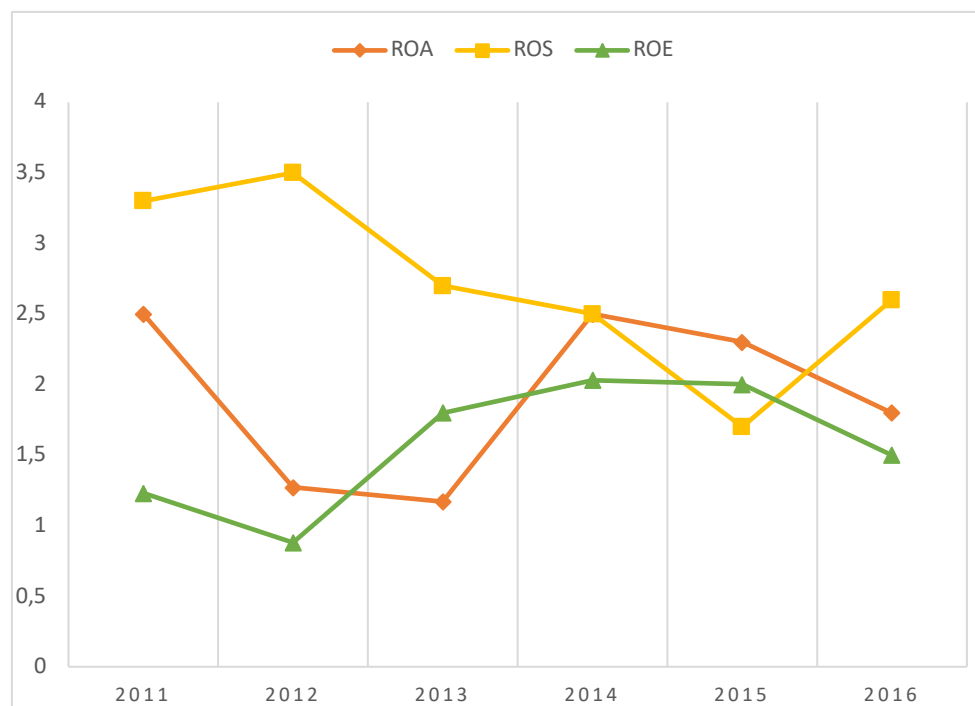


Fonte: elaborazione personale a partire da dati di bilancio; 2011-2016

Il fatturato, il totale delle attività e il numero di dipendenti sono variabili indicative della dimensione di un'impresa. Per quanto riguarda Bio-On dai grafici si evince come il 2014, anno della quotazione, sia stato l'anno del cambiamento, la spinta per la crescita economica. Fino a tale data il comportamento dell'azienda target è stato in linea con quello del settore, dopo la quotazione però l'azienda ha potuto disporre di una

maggiore liquidità, ottenuta dal mercato dei capitali, che ha deciso di utilizzare per aumentare gli investimenti rispetto ai concorrenti, ciò si riflette non tanto nel livello dei ricavi quanto in quello delle attività, radicalmente superiore rispetto a quello degli altri *players* di mercato. Guardando invece l'andamento del settore, attraverso i risultati delle aziende pari, si può affermare quanto segue: i ricavi si sono mantenuti piuttosto costanti, senza registrare perdite o particolari picchi ma un lieve aumento dal 2011 al 2016; le attività e i dipendenti invece hanno avuto un incremento più marcato, sinonimo del fatto che tutte le aziende del settore stavano performando bene e per questo hanno deciso di aumentare rispettivamente investimenti e forza lavoro. Si può concludere, quindi, che la crescita che ha caratterizzato Bio-On si può estendere anche ai concorrenti operanti nella stessa area di *business*, i quali hanno effettivamente aumentato le proprie dimensioni strutturali. Alla luce di ciò, la scelta dell'azienda bolognese di quotarsi può apparire ancora più strategica, in quanto le ha permesso di raggiungere un vantaggio competitivo in grado di distinguerla dalle rivali e di aumentarne la visibilità a livello nazionale e internazionale. Il CEO di Bio-On, infatti, consapevole della possibilità di effettuare maggiori investimenti rispetto a quelli dei concorrenti, dopo pochi mesi dalla quotazione non ha celato le proprie ambizioni di crescita comunicando che l'impresa stava addirittura pensando di raggiungere, in qualche anno, il segmento STAR²³.

Grafico n. 4.7 – *Course comparables firms; ROA-ROS-ROE*

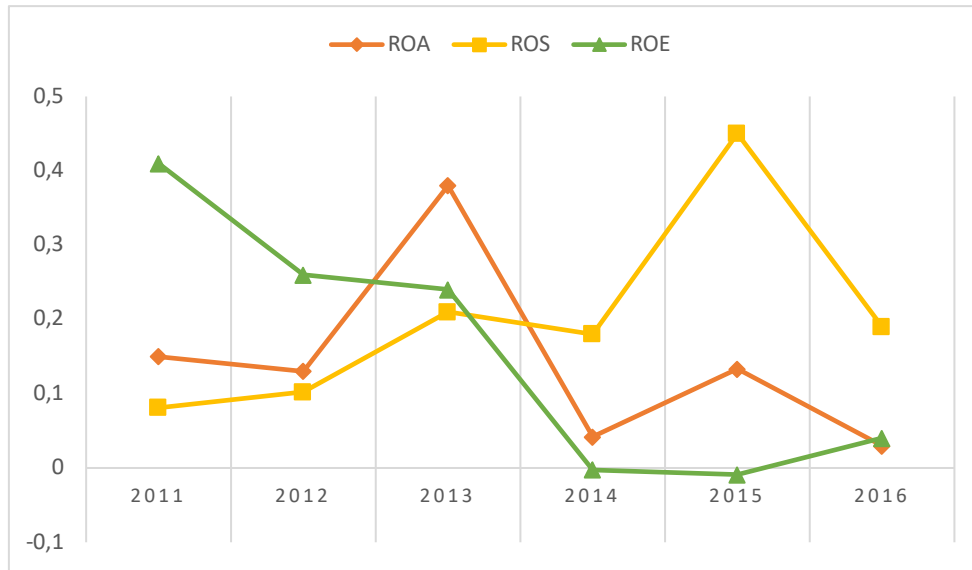


Fonte: elaborazione personale a partire da dati AIDA; 2011-2016

²³ Corriere di Bologna (2016). "La plastica di Bio-On pensa sempre più in grande"

<https://corrieredibologna.corriere.it/bologna/notizie/economia/2016/12-ottobre-2016/plastica-bio-on-pensa-sempre-piu-grande-240974186063.shtml>

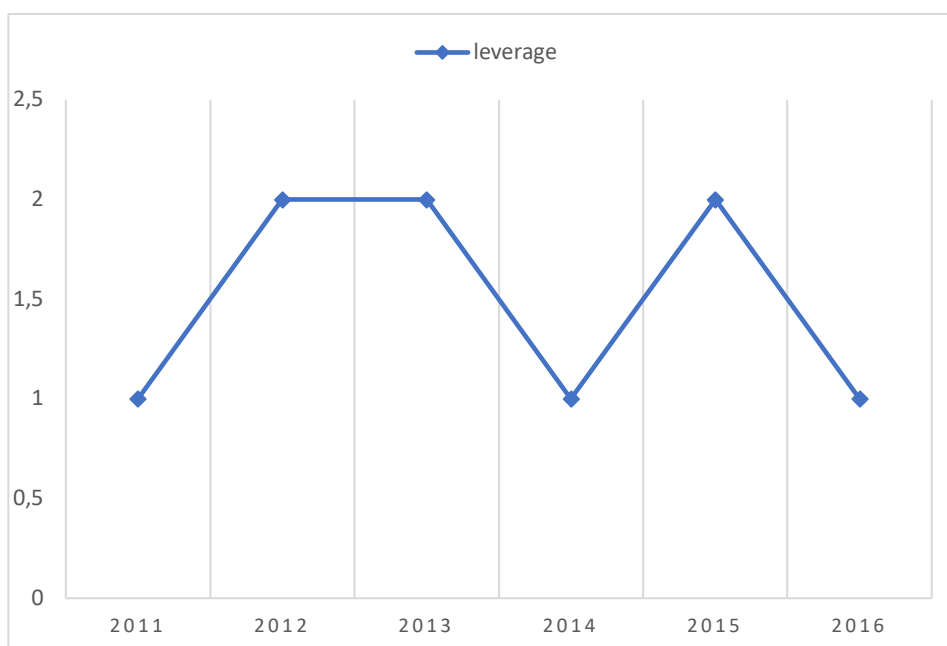
Grafico n. 4.8 – Course Bio-On; ROA-ROS-ROE



Fonte: elaborazione personale a partire da dati di bilancio; 2011-2016

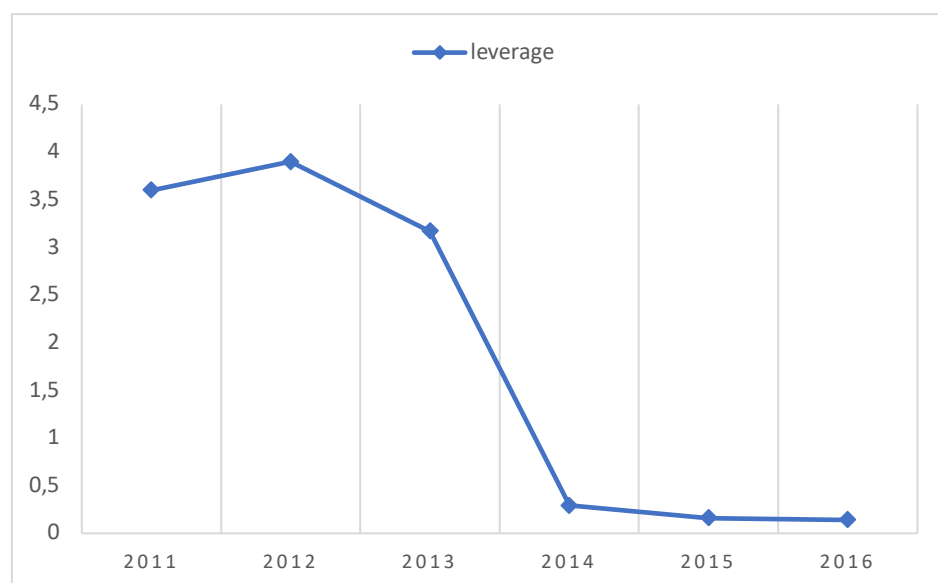
Gli indici di profittabilità hanno un andamento più discorde dei precedenti, il settore ha registrato valori superiori all'unità per ROA e ROS, mentre il ROE ha registrato una leggera flessione negativa nella prima fase. Gli indici delle *comparables* sono il risultato di una media, al fine di effettuare paragoni sostenibili sono state eliminate le *performance* anomale, ovvero risultati che si discostavano di molto dalla media e dipendenti dalla gestione caratteristica della singola impresa. In media le aziende del settore hanno ottenuto risultati più elevati in termini di profittabilità, in particolare il più elevato rapporto del ROE può essere spiegato dal fattore leva. Infatti, le imprese del settore hanno rapporti di indebitamento maggiori rispetto a Bio-On e ciò influenza positivamente la redditività dell'*equity*. Per quanto riguarda il ROA e il ROS, avendo tra i criteri inserito un vincolo circa l'EBITDA, il minor livello di Bio-On rispetto al settore è dovuto ad un aumento del denominatore (attività e vendite) che provoca una diminuzione del risultato.

Grafico n. 4.9 - Course comparables firms; LEVERAGE



Fonte: elaborazione personale a partire da dati AIDA; 2011-2016

Grafico n. 4.10 - Course Bio-On; LEVERAGE



Fonte: elaborazione personale a partire da dati di bilancio; 2011-2016

Infine, l'indice di indebitamento è molto utile al fine di effettuare dei paragoni rilevanti sulla significatività della quotazione sull'AIM. Prima del 2014 Bio-On aveva un rapporto di leva superiore a quello del settore, segnale di un maggior finanziamento tramite capitale di debito rispetto al capitale proprio, il coefficiente si è rivelato superiore a 3,5. La situazione è stata ribaltata dopo la quotazione, in cui la variazione in diminuzione è stata considerevole, ma lo stesso non si può sostenere per le aziende di settore, le quali hanno mantenuto valori di leva superiori all'unità. La quotazione, ancora una volta, ha permesso a Bio-On di distinguersi dalle rivali, di ridurre il vincolo dal debito ed essere più performante in termini di competitività sul mercato.

CONCLUSIONI

La presente tesi si propone di descrivere il significato e le conseguenze del processo di quotazione per le piccole e medie imprese. Dopo aver descritto i requisiti formali e sostanziali necessari per ricevere l'idoneità per l'ammissione sul listino, sono state analizzate le fasi caratterizzanti un'IPO e infine i vantaggi e i costi connessi a tale opzione. Per verificare empiricamente le potenzialità che il segmento di Borsa Italiana dedicato alle PMI può offrire è stata condotta un'analisi dei risultati di *performance* di Bio-On, un'impresa operante nel settore delle biotecnologie che nel 2014 ha deciso di cambiare struttura e strategia passando da una S.r.l ad una S.p.A. L'analisi condotta ha portato a trarre le seguenti conclusioni.

In primo luogo, l'azienda sin dall'inizio aveva una chiara strategia di lungo periodo, un piano di sviluppo ponderato che avrebbe portato l'azienda a ricoprire posizioni di primo piano nel mercato e settore di riferimento. Settore che non a caso stava registrando una forte espansione, grazie al maggior interesse di clienti e consumatori verso scelte ecosostenibili, ma, soprattutto, grazie alle normative imposte a livello europeo per ridurre l'impatto negativo che i processi di produzione hanno sull'ambiente. La maggior attenzione alle scelte bio e "*green*", ulteriormente amplificata dall'effetto mediatico, ha comportato un miglioramento per tutte le aziende operanti in questo settore e anzi decretando l'entrata di diversi *players*, interessati dalle possibilità di profitto che si stavano profilando. Quindi Bio-On all'alba della quotazione si presentava come una sfida davvero promettente per AIM, un'azienda che seppur giovane non aveva registrato risultati negativi, che in pochi anni ha saputo dar prova di un *track record* solido e positivo, con una struttura finanziaria equilibrata, i cui rapporti di leva non erano preoccupanti ma leggermente sbilanciati verso il debito, stato naturale per un'impresa non quotata che decide di crescere. Bio-On qualificandosi come impresa dall'alto potenziale e con buone prospettive di sviluppo, aveva tutte le carte in regola per procedere alla quotazione e date le dimensioni e la piccola capitalizzazione la scelta del mercato di Borsa è ricaduta su AIM Italia. L'afflusso di nuova liquidità è stato immediato, gli investitori sono stati persuasi dalla capacità del *management* e dall'innovatività del *business* di Bio-On, variabili che hanno permesso di collocare facilmente i titoli sul mercato e contestualmente di incrementare investimenti e forza lavoro. Per Bio-On la quotazione ha rappresentato il vantaggio competitivo che ha reso possibile distinguere la propria offerta da quella dei concorrenti, che ha reso possibile migliorare la visibilità dell'azienda presso tutti gli *stakeholders* e che ha reso possibile, infine, raggiungere quella crescita e sviluppo che il tradizionale finanziamento bancario avrebbe difficilmente reso possibile. Da questo momento i risultati sono stati sempre positivi, tanto da far presagire l'entrata dell'azienda sul segmento STAR, dedicato alle medie imprese con particolari caratteristiche di eccellenza.

Il successo di Bio-On non è un caso fortuito, è stato il frutto di una gestione aziendale ben programmata e di una pianificazione strategica di lungo periodo chiara e sostenibile che ha portato la piccola realtà aziendale di Bologna a diventare uno dei nomi più promettenti del listino AIM Italia.

I mercati alternativi del capitale sono delle realtà ormai non così moderne ma che purtroppo ancora contano un basso numero di imprese che decidono di accedervi. I principali ostacoli sono due: in primo luogo la

tradizione imprenditoriale italiana, ancora legata alle classiche forme di finanziamento ma che la storia ha insegnato non essere sempre di successo; in secondo luogo il mancato sviluppo di un mercato dei *venture capital* che disincentiva le imprese con il procedere ad una IPO. Obiettivo dei *venture capitalist* è quello di investire in *start-up* o piccole imprese dall'alto potenziale di sviluppo, fornire i mezzi necessari per realizzare i loro progetti innovativi e poi smobilizzare i propri investimenti a seguito dell'IPO dell'azienda. Tale mercato è maggiormente sviluppato nei paesi anglosassoni in cui le imprese riescono a diversificare le fonti di finanziamento, riuscendo ad essere più reattive ai cambiamenti a cui la pressione competitiva sempre crescente obbliga. Nell'attuale contesto italiano quindi l'aiuto delle istituzioni risulta imprescindibile al fine di realizzare un cambiamento per l'economia italiana e rendere il Paese al passo con i *leader* di mercato. Per realizzare il tanto novellato sviluppo le nuove realtà imprenditoriali più innovative devono sentirsi incentivate a questa moderna modalità di reperimento di capitale, consapevoli dei vantaggi che tale scelta provocherebbe e, infine, consapevoli che questa scelta può rappresentare la determinante che permetterà al "piccolo" di non rimanere ancora a lungo "piccolo".

Bibliografia

- A. Lambiase (2019). *Quotazione in Borsa PMI: 50% credito d'imposta sui costi di IPO*. Tratto da *Fisco e Tasse*.
- A. Saunders, M. Millon Cornett, M. Anolli, B. Alemanni (2015). *Economia degli intermediari finanziari*. MC GRAW HILL; IV Edizione.
- C. Iosio (2011). *IPO per le PMI italiane: guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo*. IPSOA.
- Credit Suisse (2019). *Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019*; pag.23.
- Ernst & Young. *Guide to going public: Strategic considerations before, during and post-IPO*.
- L. Incorvati (2018). *AIM Italia, in cinque anni mercato triplicato*. Tratto da *Il Sole24Ore* sezione Finanza & Mercati.
- L. Orlando (2017). *Fondi Horizon: Italia sul podio per numero di progetti e fondi raccolti*. Tratto da *Il Sole24Ore* sezione Economia.
- L. Parrini, L. Lombardo (2006). *Il mercato expandi: la quotazione in Borsa per le PMI*. IPSOA
- P.P.Albricci (2018). *Nel 2018 si dimezzeranno i costi fissi per la quotazione delle PMI*. Tratto da *Milano Finanza*.
- R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri (2015). *Principi di finanza aziendale*. MC GRAW HILL; VII Edizione.

Sitografia

- Aida: <https://aida.bvdinfo.com/version-201953/home.serv?product=AidaNeo>
- Banch de France: <https://www.bach.banque-france.fr>
- Bio-On: <http://www.bio-on.it/dati-finanziari.php>
- Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>
- CDi manager: <http://www.cdimanager.it/wp-content/uploads/2015/11/AIM-final-ARGOS.pdf>
- Consob: <http://www.consob.it/web/consob/home>
- Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/home>
- Istat: <https://www.istat.it>
- London Stock Exchange: <https://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
- Sole24Ore: <https://www.ilsole24ore.com>
- iCRIBIS, l'e-commerce per informarti sulle imprese: <https://www.icribis.com/it/osservatorio-imprese/quotazione-PMI>
-