

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Cattedra di Economia Aziendale

**IL MERCATO AIM E LA QUOTAZIONE DELLE PMI
INNOVATIVE: L'ESEMPIO DI BIO-ON E GRIFAL**

Relatore
Prof. Giovanni Fiori

Candidata
Livia Scozzese
Matricola n. 205471

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

*A papà, per sempre la
mia guida*

INDICE

INTRODUZIONE	5
1. MERCATO AIM ITALIA: PANORAMICA GENERALE	7
1.1 LA STORIA DEI MERCATI PER LE PMI ITALIANE.....	7
1.2 IL MERCATO AIM OGGI.....	8
1.3 UN CENNO AL MERCATO AIM INGLESE	10
1.4 LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE DEL MERCATO AIM ITALIA	13
1.5 I REGOLAMENTI DEL MERCATO AIM ITALIA	14
1.6 MERCATO REGOLAMENTATO VS SISTEMA MULTILATERALE DI NEGOZIAZIONE	15
2. LE PICCOLE MEDIE IMPRESE INNOVATIVE	19
2.1 LE PMI: LE CARATTERISTICHE GENERALI.....	19
2.2 IL CONTENUTO INNOVATIVO E IL DECRETO “INVESTMENT COMPACT”.....	24
2.3 LE PMI INNOVATIVE E LE <i>START-UP</i> INNOVATIVE A CONFRONTO.....	26
3. LA QUOTAZIONE SUL MERCATO AIM COME STRUMENTO PER SOSTENERE LO SVILUPPO DELLE PMI	27
3.1 LE MOTIVAZIONI CHE PORTANO UNA PMI INNOVATIVA ALLA QUOTAZIONE SU AIM ITALIA	27
3.2 VANTAGGI E LIMITI DELLA QUOTAZIONE	27
3.3 LE MODALITÀ DI NEGOZIAZIONE NEL MERCATO AIM.....	29
3.4 UN CENNO SULLA SPAC	30
3.5 I SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO DI QUOTAZIONE	31
3.5.1 <i>L’Advisor finanziario</i>	32
3.5.2 <i>il Nomad</i>	32
3.5.3 <i>il Global coordinator</i>	33
3.5.6 <i>Lo Specialist</i>	34
3.5.7 <i>L’Investor Relator</i>	34
3.5.8 <i>Lo Studio Legale</i>	35
3.5.9 <i>La Società di Revisione</i>	35
3.6 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE.....	35
3.6.1 <i>La fase preparatoria</i>	36
3.6.2 <i>La fase della due-diligence e del Nomad</i>	36
3.6.3 <i>La fase di ammissione</i>	37
3.6.4 <i>I requisiti per la quotazione</i>	37
4. L’ESEMPIO DI BIO-ON	42
4.1 LA STORIA DELLA SOCIETÀ	42
4.2 OVERVIEW DELLA SOCIETÀ: LA DESCRIZIONE DELL’ ATTIVITÀ	43
4.3 AZIONARIATO E CORPORATE GOVERNANCE	45
4.5 LA VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE AZIENDALE	50
5. L’ESEMPIO DI GRIFAL.	57
5.1 LA STORIA DELLA SOCIETÀ	57

5.2 OVERVIEW DELLA SOCIETÀ: LA DESCRIZIONE DELL' ATTIVITÀ	58
5.3 AZIONARIATO E CORPORATE GOVERNANCE	60
5.4 LE CERTIFICAZIONI DELL' AZIENDA.....	63
5.5 VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE AZIENDALE	63
CONCLUSIONE	69
BIBLIOGRAFIA	71
SITOGRAFIA.....	72

INTRODUZIONE

Il mercato borsistico italiano ha tardato a svilupparsi in confronto agli altri mercati europei e mondiali per molteplici fattori. Uno di questi fa riferimento al fatto che in Italia sono presenti molte aziende familiari, che da sempre hanno preferito raccogliere le risorse presso gli intermediari bancari, evitando il ricorso a metodi alternativi di finanziamento delle proprie attività. È in questo contesto che nel 1998 viene creata, in forma di società per azioni, Borsa Italiana S.p.A. che gestisce il mercato MTA, nato con l'intento di ospitare le aziende di grandi dimensioni.

Per quanto riguarda le piccole e medie imprese, in questi anni, era stato invece creato il mercato Ristretto, che viene poi, nel 2003, sostituito dal mercato Expandi. Già in questo periodo si era capita l'importanza del ruolo che le piccole e medie imprese ricoprivano, e ricoprono tuttora, all'interno del sistema economico italiano. Infatti l'Ocse le ha definite come la “spina dorsale”¹ dell'economia italiana. Proprio per il ruolo centrale che queste imprese rivestono, era stato loro dedicato un mercato con l'obiettivo di agevolarne l'entrata e la partecipazione al mercato dei capitali. Quest'ultimo obiettivo fu però pienamente raggiunto solamente nel 2007, anno in cui, dall'accordo siglato tra Borsa Italiana S.p.A. e il London Stock Exchange, nasce il mercato AIM Italia che è stato poi, nel 2012, unito al mercato MAC (Mercato Alternativo del Capitale) al fine di razionalizzarne l'offerta. Si sviluppa quindi nel contesto italiano l'AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale con l'intento di accogliere le piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita. È opportuno specificare che l'AIM è stato l'unico tra i mercati dedicati alle imprese di minori dimensioni a svilupparsi rapidamente. La causa dell'insuccesso degli altri mercati è imputabile alla regolamentazione non favorevole per le imprese e per gli investitori come quella del mercato AIM Italia.

Infatti il mercato AIM nasce proprio con l'obiettivo di ampliare la platea dei possibili investitori per le piccole imprese con alto potenziale di sviluppo. Persegue il proprio obiettivo adottando una regolamentazione meno onerosa per l'emittente dal punto di vista amministrativo, ma che, allo stesso tempo, è volta a garantire gli investitori. Inoltre per incentivare l'investimento in tali imprese sono stati introdotti anche dei notevoli incentivi fiscali, come quelli relativi ai Piani Individuali di Risparmio (PIR), degli importanti veicoli di risparmio verso le piccole e medie imprese, per cui è stato previsto che i proventi derivanti da questi strumenti siano esenti dalla tassazione. Altri incentivi fiscali sono quelli relativi al credito d'imposta introdotto dalla Legge di Bilancio 2018² per le spese di consulenza sostenute dall'emittente in sede di quotazione di cui si parla nel capitolo 2 dedicato alle piccole medie

¹ www.Confesercenti.it OCSE: “PMI spina dorsale economia italiana, sono 99,9% imprese”

² Legge 27/12/2017 n.205

imprese innovative. Proprio con riferimento al carattere innovativo è importante ricordare che nel panorama economico attuale, sia italiano che europeo ed internazionale, si parla sempre più di innovazione, di sviluppo e di crescita. Infatti in Italia per incentivare sempre più le aziende a crescere e ad innovarsi sono nate le piccole e medie imprese innovative, che presentano una serie di vantaggi sia per l'azienda che per l'investitore. In particolare, se un'impresa rientra nella categoria di piccola e media impresa e soddisfa anche i requisiti innovativi, richiesti dall'Investment Compact e specificati nel capitolo 2, può beneficiare di alcuni incentivi, tra cui l'esonero dal versamento dell'imposta di bollo oppure può prevedere forme di remunerazione alternative e via dicendo.

Questa analisi si propone dunque di analizzare l'intero processo di quotazione e di tenere conto come il mercato AIM rappresenti uno step fondamentale per la crescita di un'azienda. Infatti, soprattutto se si tratta di un'impresa innovativa che deve sostenere delle spese ingenti, come quelle di ricerca e sviluppo, è necessario avere il capitale sufficiente per finanziare gli investimenti opportuni e vitali per la crescita aziendale. A seguito della crisi dei debiti sovrani, è comunque opportuno ricordare che, oltre al mercato AIM, si sono sviluppati anche altri canali alternativi di finanziamento alle imprese di cui si tiene conto al capitolo 2.

Tuttavia, per comprendere meglio il funzionamento di questo particolare mercato nel capitolo 3 si è voluto descrivere l'intero processo di quotazione, analizzandone prima di tutto la convenienza tramite un confronto dei vantaggi e dei limiti connessi. Successivamente sono analizzati nel dettaglio i soggetti che partecipano attivamente alla quotazione dell'impresa emittente dove un ruolo principale è svolto il Nominated Adviser che è la figura caratteristica e distintiva di questo mercato. Si tratta di un soggetto che ha il compito di guidare ed accompagnare l'impresa emittente durante tutta la sua permanenza nel mercato, partendo dunque dalla fase preparatoria fino al momento in cui decide di abbandonarlo.

Infine, per fornire un esempio pratico di tutti gli aspetti nei primi 3 capitoli esaminati e della realtà economica italiana, vengono analizzate brevemente due imprese innovative che sono quotate nel mercato AIM e che stanno avendo moltissimo successo: Bio-On e Grifal. La prima è un'impresa, quotata nel 2014, che vale un miliardo di euro e che sembra arriverà a quotarsi nel mercato MTA. La seconda è invece stata quotata più recentemente nel 2018, ma sta comunque ottenendo ottime performance.

1. Mercato AIM ITALIA: panoramica generale

1.1 La storia dei mercati per le PMI Italiane

Il mercato italiano, alla fine dello scorso secolo, ha tardato a svilupparsi rispetto agli altri mercati europei per una serie di ragioni che vengono di seguito elencate:

- In Italia ci sono molte aziende familiari che ricorrono generalmente a metodi alternativi alla quotazione per finanziare le proprie attività. La quotazione, infatti, potrebbe portare a una perdita del controllo.
- Le banche hanno da sempre finanziato le società e di conseguenza hanno avuto un ruolo fondamentale nel sistema economico italiano che ha contribuito al rallentamento dello sviluppo del mercato. Infatti, anche figure come venture capital e private equity si sono affermate solo recentemente.
- In aggiunta, le famiglie italiane si sono dimostrate altamente propense ad investire in obbligazioni con alto rendimento piuttosto che in azioni. Queste ultime sono per definizione considerate più rischiose rispetto alle precedenti e pertanto considerate meno attrattive nel panorama italiano.

Alla fine degli anni '90, nel 1998, nasce Borsa Italiana Spa come soggetto privato incaricato di gestire e organizzare con autonomia il funzionamento del mercato italiano. Borsa italiana gestisce infatti il mercato MTA che era stato creato per le aziende di già moderate dimensioni. Questo mercato nel 2001 viene suddiviso nei seguenti segmenti³:

- Blue Chip (per le società con capitalizzazione superiore a un miliardo di euro);
- Star (per le società con eccellenti requisiti e una capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro);
- Standard (per le società con capitalizzazione compresa sempre tra 40 milioni e un miliardo di euro).⁴

Solo pochi anni dopo, nel 2003, viene creato il mercato Expandi (in sostituzione del già precedente mercato Ristretto) con l'obiettivo di rivolgersi alle imprese di modeste dimensioni e, dunque, di

³ Borsa Italiana S.p.A

⁴ Per comprendere la differenza tra il segmento STAR e lo STANDARD è necessario confrontare il paragrafo 1.6.

incentivare la quotazione tramite un processo assai semplificato, caratterizzato da tempistiche più “snelle” e da minori requisiti (ad esempio di flottante e capitalizzazione rispetto agli altri mercati azionari). Questo mercato, tuttavia, non si è mai sviluppato, forse per cause imputabili all’assenza di una rilevante disciplina.

Pertanto, nel giugno 2007, viene creato il Mercato Alternativo del Capitale (MAC) che si doveva sempre rivolgere alle PMI e incentivare la loro quotazione al fine di facilitare la raccolta dei capitali. In questo mercato l’accesso era facilitato rispetto al mercato MTA e vi potevano partecipare esclusivamente gli investitori istituzionali. Infatti è proprio l’iter di ammissione a distinguere il mercato MAC dal precedente Expandi dato che i requisiti richiesti ai fini dell’ammissione erano più snelli. Oltre a questi ultimi, ci sono altre notevoli differenze come ad esempio i requisiti di capitalizzazione che erano assai maggiori nel mercato Expandi e l’assenza del prospetto informativo nel mercato MAC che invece veniva richiesto nel mercato precedente⁵. Tuttavia, nonostante le notevoli modifiche introdotte, il MAC non ebbe grande successo. Tale insuccesso si pensa fosse dovuto al timore delle aziende di perdere il controllo o dell’intromissione di ulteriori soggetti nella gestione aziendale.

È proprio in questo contesto che, nel 2007, nasce, dall’accordo siglato tra Borsa Italiana S.p.A. e il London Stock Exchange, il mercato AIM Italia che prende spunto dal successo internazionale di AIM (in particolare di AIM UK), con l’intento di creare un segmento dedicato esclusivamente alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita.

Si assiste poi 5 anni dopo, nel 2012, a una fusione tra i due mercati che erano dedicati alle imprese di modeste dimensioni: il MAC e l’AIM Italia. Questa operazione è stata fatta con l’obiettivo di creare un unico mercato dedicato alle PMI e di razionalizzarne dunque l’offerta. Pertanto il mercato AIM diviene così il mercato “AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale”.

1.2 Il mercato AIM oggi

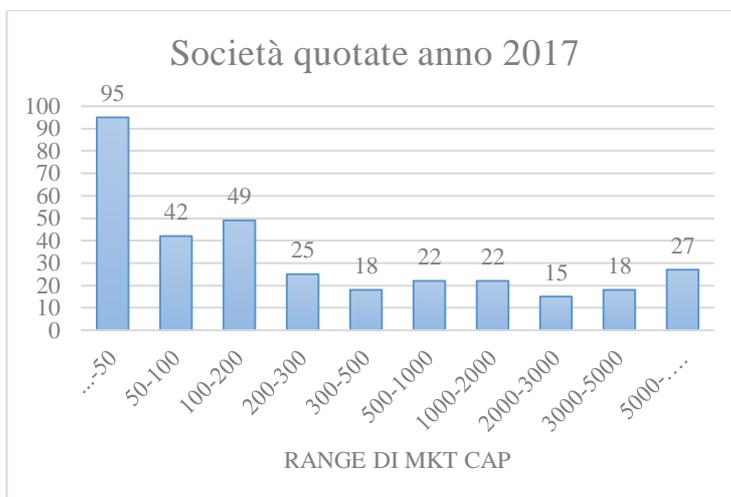
Oggi il mercato AIM risulta essere in forte sviluppo con una crescita straordinaria, sia in termini assoluti che in termini relativi, tenendo conto della crescita degli altri mercati. I dati relativi a capitalizzazione, IPO⁶, e società presenti sul mercato presentano un trend a rialzo fortemente positivo. Infatti il 2018 ha rappresentato un anno record per AIM Italia che ha segnato il più alto numero di quotazioni e capitali raccolti. In particolare, il 2018 è stato caratterizzato da 26 IPO di cui 19 sono società e 7 SPAC. Questo dato risulta in crescita rispetto al 2017 dove si erano registrate 24 IPO e 2

⁵ R. Ficacci: *il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)*.

⁶ Initial Public Offering

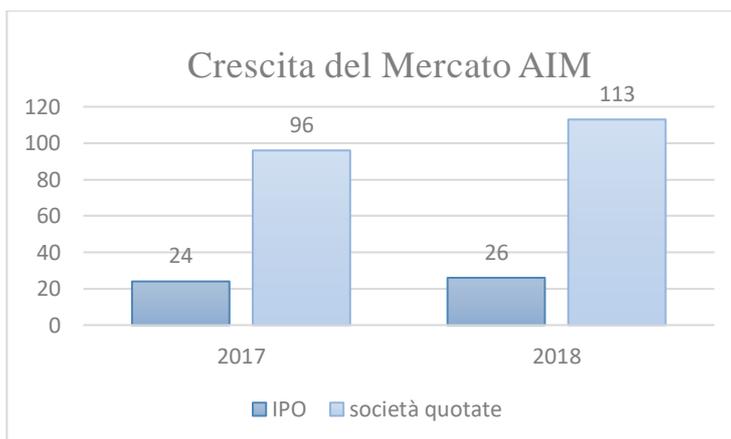
business combination di cui 18 sono società e 8 SPAC⁷. Anche la raccolta complessiva di capitale mostra un'evidente crescita, si è passati, infatti, da 1.26 miliardi del 2017 a 1.32 del 2018, oltre sei volte il livello pre-PIR 2016, con una raccolta media pari a 8 milioni di euro. La raccolta totale del mercato si attesta sui 3.1 miliardi di cui 2.9 raccolti tramite OPS (93% dei casi) e 0.2 miliardi tramite OPV. Inoltre non si può trascurare il peso che questo mercato sta acquistando relativamente agli altri mercati. Nel 2017 si attestavano 96 società quotate su un totale di 333 società (*figura 1*), nel 2018 questo dato è salito ulteriormente presentando in termini assoluti 113 società quotate (*figura 2*) su un totale di 357⁸.

Figura 1



Fonte: elaborazione propria

Figura 2



Fonte: elaborazione propria

⁷ Borsa Italiana: Il mercato AIM Italia nel 2017 e nel 2018

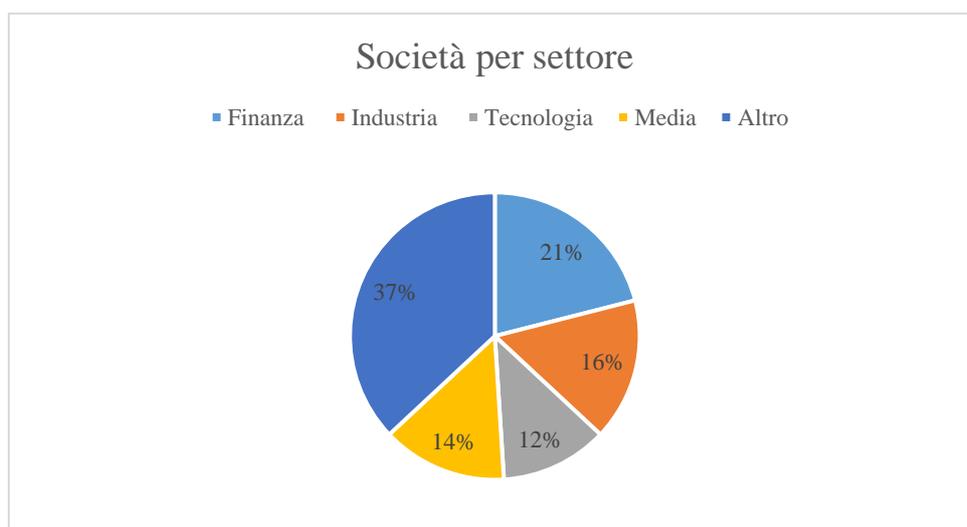
⁸ Tra le 357 società, 242 sono quotate sul mercato MTA, 2 sul MIV e 113 sull'AIM (Borsa Italiana)

Ovviamente questo numero va considerato anche in termini relativi: La capitalizzazione totale del 2017, data dalla somma di tutte le capitalizzazioni delle società quotate, è 650 miliardi di cui però circa 1% appartenente ad AIM Italia. Tuttavia, è opportuno sottolineare la straordinaria crescita del mercato considerando il numero di società che vi sono entrate, numero che ha registrato un incremento del 47% dal 2016 al 2018.

Come detto precedentemente, nel 2018 le società quotate su AIM sono 113, i settori più importanti in termini di numero di società sono: Finanza (21%), Industria (16%), Media (14%) e Tecnologia (12%) (*figura 3*). Le regioni maggiormente presenti su AIM sono: Lombardia (50%), Emilia Romagna (12%), Lazio (11%) e Veneto (7%).

L'identikit medio di una azienda che accede al mercato AIM mostra un fatturato intorno ai 40 milioni di euro ed un flottante medio del 34%.

Figura 3



Fonte: elaborazione propria

1.3 Un cenno al mercato AIM Inglese

Il mercato AIM UK è stato creato dalla London Stock Exchange nel 1995 ed ebbe un inizio modesto con sole 10 imprese che avevano una capitalizzazione di mercato di £82 milioni. Dal momento in cui è stato lanciato più di 3600 aziende di piccole-medie dimensioni di tutto il mondo hanno deciso di entrare a farvi parte. Infatti ha acquisito la qualifica di uno dei mercati di più successo a livello anche internazionale e, sebbene inizialmente non ebbe un rapido sviluppo, successivamente, il numero di aziende quotate è aumentato esponenzialmente. Basti pensare che a inizio 2009 le aziende quotate erano 1500 e a inizio 2019 sono oltre 3600. In aggiunta l'AIM si è affermato come mercato guida e

come strumento per aiutare le aziende in crescita ad accedere ai capitali del “public market”. L’obiettivo era, ed è tuttora, quello di far crescere le aziende del domani e continuare ad aiutare le aziende in crescita, con dimensioni però ancora contenute, a incrementare il loro capitale necessario per la loro crescita e per il loro sviluppo. È opportuno tener conto anche del fatto che AIM include aziende operanti in più di 100 paesi, 40 settori differenti e con una capitalizzazione di mercato di oltre £70 miliardi. Pertanto in questi 24 anni più di 3500 aziende sono entrate a far parte di AIM UK che è quindi riuscito a raggiungere un buon livello di massa critica tale da permettergli di mettere le basi per il successo. Le ragioni di questo sviluppo sono varie, tra cui:

- Un network di Specialist (che assicurano la liquidità dei titoli) e di Advisor che hanno compreso gli effettivi bisogni delle aziende in questione e che sono in grado di accompagnarli durante tutta la loro permanenza nel mercato;
- Un approccio regolamentare che riconosce i bisogni e le capacità delle aziende in crescita;
- Una vasta platea di investitori che possono effettivamente fornire il capitale che permette alle aziende di crescere.

Una delle ragioni del successo è proprio la regolamentazione favorevole che è appunto calibrata sui bisogni delle piccole e medie imprese. Non a caso i regolamenti di AIM Italia si rifanno alla regolamentazione inglese. Pertanto le somiglianze, dal punto di vista regolamentare, sono molte come ad esempio la circostanza per cui è necessario dotarsi di un Nominated Adviser, ai fini dell’ammissione nel mercato, il quale deve seguire e accompagnare l’azienda durante tutta la sua permanenza sul mercato. È necessario sottolineare una evidente particolarità riferita al market maker. Quest’ultimo è una figura principale nel mercato AIM UK dove svolge il ruolo di liquidity provider, che può essere svolto anche dal broker, se iscrittosi nel registro tenuto presso il London Stock Exchange. Questa figura può essere associata a quella dello Specialist nell’AIM Italia, la cui funzione è sempre quella di garantire la liquidità delle azioni e può intervenire nel mercato in caso di eccessive fluttuazioni dei prezzi delle azioni.

Gli attori principali del mercato AIM UK sono elencati nella *figura 4*.

Figura 4

AIM Community	Role/description of role
Nomad	<ul style="list-style-type: none"> — Investment bank, corporate finance firm, or an accountancy firm approved to act as a Nomad by London Stock Exchange — Guides you throughout the flotation process and continuing obligations once admitted to AIM — Undertakes due diligence to ensure your company is suitable for AIM — Coordinates and oversees the preparation of the AIM admission document — Confirms to London Stock Exchange that you are appropriate for AIM and the directors are capable of acting as a board for a public company — Choice of Nomad is important as you are likely to have a long and close relationship with the firm — A Nomad must be retained at all times under the AIM Rules
Broker	<ul style="list-style-type: none"> — A securities house that is a member of London Stock Exchange — Supports your financing needs by assessing the level of investor interest in your company's shares at the time of admission, and in any further fundraisings — Ongoing advice on market and trading-related matters — Advises on the pricing of shares and investment opportunities — Your Nomad can also act as a broker — A broker must be retained at all times under the AIM Rules
Reporting accountant	<ul style="list-style-type: none"> — Reviews and reports on several key aspects including: <ul style="list-style-type: none"> — financial position — financial reporting procedures — working capital — tax and share incentive schemes — disclosure of historical financial information — Responsible for raising potential problems early on in the admission process so they can be addressed as soon as possible — Valuable independent perspective on the flotation process — Provides additional assurances to investors that the appropriate financial due diligence has taken place
Law firm	<ul style="list-style-type: none"> — Conducts legal due diligence on your business, including verifying ownership of assets — Advises on the drafting of the admission document — Negotiates the terms of the placing agreement between your company, the directors, the Nomad, and the broker — Advises your company's directors on their responsibilities and corporate governance in conjunction with the Nomad who also has these responsibilities in accordance with the AIM Rules — Advises generally on the legal aspects of the flotation process and the continuing obligations on AIM
Market maker	<ul style="list-style-type: none"> — Responsible for ensuring a two-way price of your security — Important role in the secondary market as providers of liquidity, ensuring investors have an efficient means for buying and selling a company's security — A broker can take on the additional role of 'market maker', and must be registered with London Stock Exchange to act in this capacity
Public relations firm	<ul style="list-style-type: none"> — Helps to craft your company's story and strategy that will be critical for a successful flotation — The PR firm will work closely with your other advisers in producing the institutional roadshow presentation, forming the basis for face-to-face meetings with investors during the roadshow — After flotation, the PR firm will continue to work on an ongoing basis to build and maintain media interest, going beyond regulatory disclosure requirements to proactively communicate with selected media organisations and investors
Registrar	<ul style="list-style-type: none"> — Although not a requirement under the AIM Rules, a company will normally appoint a registrar to maintain and keep the register of shareholders up to date — Provides information to the Nomad and your other advisers when appropriate, such as when your company needs to distribute a circular or similar shareholder publication

Fonte: A Guide to AIM UK

1.4 Le principali caratteristiche del mercato AIM ITALIA

AIM ITALIA è un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), pertanto è soggetto alla regolamentazione di Borsa Italiana ai sensi della Direttiva Mifid.⁹

Questo mercato è caratterizzato da una regolamentazione particolarmente favorevole alle esigenze e necessità delle piccole medie imprese ad alto potenziale di crescita, tenendo conto, allo stesso tempo, anche delle esigenze degli investitori.

Per quanto riguarda le necessità delle piccole e medie imprese, il mercato è stato strutturato per adattarsi al meglio alle caratteristiche di queste società. Le PMI presentano peculiarità burocratiche e strutturali molto differenti dalle società di dimensioni più grandi e complesse che richiedono la quotazione nel mercato MTA. Ecco infatti che proprio partendo dalle caratteristiche del mercato MTA, si è sviluppato un processo di semplificazione che ha portato alla formazione di tre elementi distintivi rispetto al mercato regolamentato. Questi sono identificabili in:

- Maggiore flessibilità regolamentare: Processo di quotazione, tempistiche e adempimenti post quotazione sono calibrati sulla struttura delle PMI. Inoltre è prevista la presenza del Nomad come supporto durante tutta la permanenza dell'impresa sul mercato.
- Poca Burocrazia: La semplificazione fa riferimento al documento di ammissione i cui requisiti sono "snelli", all'assenza del Prospetto informativo e dei resoconti trimestrali di gestione. Tutti questi documenti devono essere scritti in lingua italiana, anche se l'emittente può scegliere di redigere tali documenti in lingua inglese. Inoltre non è richiesta l'istruttoria della Consob e il Nomad è il soggetto incaricato di effettuare la *due-diligence*.
- Semplicità di accesso: non è richiesto alcun limite minimo di anni di esistenza della società. Non vi è inoltre un requisito di capitalizzazione minima e il flottante minimo (10%) risulta molto ridotto rispetto al corrispondente richiesto per il mercato MTA¹⁰. Per quanto concerne la Corporate Governance non vi è alcun tipo di obbligo, tuttavia la responsabilità della costruzione di un organo amministrativo e di un organo di controllo efficaci è affidata al Nomad.

Il regolamento di AIM Italia è stato quindi molto adattato alle peculiarità della normativa italiana mantenendo però le principali caratteristiche che hanno permesso il successo di tale mercato, quali ad

⁹ Direttiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) è una direttiva dell'Unione Europea che è stata emanata nel 2004 con l'obiettivo di portare a una parità delle condizioni degli intermediari finanziari che operano nel territorio dell'Unione Europea.

¹⁰ Cfr. Tabella 1

esempio il ruolo del Nomad. Quest'ultimo è un operatore accreditato da Borsa Italiana. Esso svolge un ruolo principale in quanto assiste, guida e affianca l'impresa non solo nella fase di quotazione, ma anche per tutta la "sua/relativa" permanenza sul mercato. Inoltre si deve assicurare che gli emittenti siano appropriati per l'ammissione al mercato, abbiano correttamente predisposto la documentazione necessaria all'ammissione e siano capaci di adempiere continuamente ai loro obblighi.

In questo mercato sono presenti anche degli operatori specialisti (Specialist) volti a garantire la liquidità dei titoli negoziati (liquidity provider).

Infine, per completezza, è opportuno segnalare il sistema di negoziazione di AIM Italia che si svolge secondo le modalità di asta continua e di negoziazione continua. Il funzionamento di queste aste, così come il processo di quotazione, nonché i soggetti partecipanti a quest'ultimo, saranno poi analizzati nel dettaglio nel capitolo tre.

1.5 I Regolamenti del Mercato AIM Italia

I regolamenti del Mercato AIM Italia si rifanno a quelli dell'AIM Inglese con dei cambiamenti necessari per adattare la regolamentazione, come già enunciato, alle esigenze e alle peculiarità della normativa italiana.

La regolamentazione del sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia si articola in molteplici regolamenti (Emittenti, Nomad e degli Operatori e delle negoziazioni), nelle disposizioni generali per l'AIM Italia e nel Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni. Questi fanno riferimento alla gestione e all'organizzazione del mercato AIM Italia nella sua completezza. Possiamo dire che, ai fini di questa analisi, i due regolamenti più importanti che è necessario prendere in considerazione ed analizzare sono il Regolamento Emittenti ed il Regolamento del Nominated Adviser.

- Il Regolamento Emittenti esplicita le norme e le responsabilità per gli emittenti che devono tener conto della legislazione e della regolamentazione relativa all'emissione di strumenti finanziari su un MTF (in questo caso AIM Italia) sia a livello nazionale che europeo. Questo documento si divide in una prima parte dove è spiegato il regolamento e una seconda in cui vengono descritte delle linee guida. Per essere più chiari, nella prima parte viene descritto il procedimento necessario ai fini dell'ammissione nel mercato, ovvero le comunicazioni di pre-ammissione, la documentazione di ammissione, informazioni varie come ad esempio quelle sulle operazioni societarie (operazioni significative, operazioni con parti correlate...). Nella seconda parte, invece, denominata linee guida, vengono descritti articolo per articolo gli obblighi e i divieti di accesso e permanenza sul mercato AIM.

- Il regolamento Nominated Adviser evidenzia i criteri e le procedure necessarie per divenire un Nomad.

Il documento è suddiviso in tre sezioni.

La prima stabilisce l'iter procedurale, nonché i criteri di ammissione che devono essere soddisfatti dai soggetti intenzionati a divenire Nominated Adviser. Tra tali requisiti rientrano ad esempio quello di essere una banca o una impresa di investimento, sottoporre il bilancio a un revisore legale e via dicendo.

La seconda prevede gli obblighi che il Nominated Adviser deve rispettare in via continuativa, quali il dovere di operare con professionalità e diligenza, dovere di obblighi informativi e di mantenimento di standard di adeguatezza e di responsabilità.

La terza parte prevede, invece, eventuali sanzioni dei Nomad e verifiche sull'operato di questi ultimi. Infatti può essere proposta un'azione disciplinare nel riguardo di un Nominated Adviser se ha violato gli obblighi previsti nel punto precedente e che scaturiscono dal ruolo ricoperto. Tuttavia, al Nominated Adviser viene comunque riconosciuto il diritto ad impugnare eventuali decisioni prese da Borsa Italiana e considerate inique. In ultima istanza, Borsa Italiana, una volta verificata la fondatezza delle inadempienze, può revocare la nomina di Nomad comunicandola tramite un avviso, che sarà reso pubblico.

In questo paragrafo si è voluta dare una descrizione generale dei regolamenti del mercato AIM che saranno poi nei prossimi capitoli ripresi e approfonditi nella descrizione dell'intero processo di quotazione e nell'analisi dei soggetti in questo coinvolti quali il Nomad per l'appunto.¹¹

1.6 Mercato regolamentato vs Sistema multilaterale di negoziazione

La direttiva MIFID¹² ha introdotto due nuove categorie di mercati alternativi:

- I sistemi multilaterali di negoziazione (MTF): si tratta di un "*sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti*".¹³

¹¹ Cfr. Capitolo 3

¹² Direttiva 2004/39/CE

¹³ A. Saunders, M. Millon Cornett, M. Anolli, B. Alemanni; *Economia degli Intermediari Finanziari*. Milano: McGraw-Hill, 2015;

- Gli internalizzatori sistematici (IS): si tratta di una “*impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.*”¹⁴ Per completezza è stata data una definizione di questa categoria di mercato alternativo, tuttavia, ai fini di questa analisi, è rilevante solamente l’analisi comparata dei sistemi multilaterali di negoziazione e del mercato regolamentato.

Infatti questi ultimi mostrano le seguenti evidenti caratteristiche comuni:

- Approvazione da parte della CONSOB e verifica dei requisiti necessari di professionalità e di onorabilità;
- La CONSOB esercita un controllo anche sull’apparato regolamentare del mercato;
- Entrambi sono dei sistemi multilaterali che includono un grande numero di operatori.

Invece, le principali differenze sono principalmente due:

- Il sistema multilaterale di negoziazione è un servizio che non deve essere erogato necessariamente da un soggetto che abbia come oggetto sociale l’esclusiva gestione di tale servizio, come accade differentemente per il mercato regolamentato, ma può essere erogato anche da un soggetto polifunzionale come ad esempio le imprese di investimento.
- Nei sistemi multilaterali gli scambi sono maggiori dato che possono essere negoziate non solo le azioni quotate sui mercati regolamentati, ma anche le azioni non quotate. Queste ultime ovviamente non possono essere negoziate sui mercati regolamentati.

Differenti sono anche i requisiti necessari per la quotazione delle azioni nel mercato regolamentato MTA (di cui si tiene conto sia del segmento standard che del segmento star) e nel mercato AIM Italia. Questi vengono esemplificati nella seguente tabella:

¹⁴ A. Saunders, M. Millon Cornett, M. Anolli, B. Alemanni; *Economia degli Intermediari Finanziari*. Milano: McGraw-Hill, 2015;

Tabella 1

REQUISITI FORMALI PER LA QUOTAZIONE DI AZIONI NEI SEGUENTI MERCATI/SEGMENTI			
REQUISITO	MTA		AIM Italia
	STANDARD (segmento)	STAR (segmento)	
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o Internazionali
Offerta	Retail + Investitori Istituzionali	Retail + Investitori Istituzionali	Investitori Istituzionali
Documenti	Prospetto Informativo+ Piano Industriale + QMAT (Question Management Admission Test)	Prospetto Informativo+ Piano Industriale + QMAT (Question Management Admission Test)	Documento di ammissione
Capitalizzazione di mercato	Minimo: euro/M. 40 Massimo: nessun limite	Minimo: euro/M. 40 Massimo: euro/M. 1000	Non prevista
Investor Relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Specialist	Facoltativo	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor + Global Coordinator	Sponsor + Global Coordinator	Nomad

Fonte: Borsa Italiana Spa - 2017

In questa tabella vengono illustrati i requisiti formali necessari ai fini della quotazione nel mercato MTA (con la distinzione tra segmento STAR e Standard) e nel mercato AIM Italia. È possibile infatti notare la semplificazione di cui si parlava sopra per l'ammissione nel mercato AIM rispetto al mercato MTA.

In aggiunta, oltre ai requisiti formali, è opportuno prendere in considerazione anche i requisiti sostanziali per la quotazione che sono di difficile individuazione ma altresì importanti. Questi verranno trattati più nel dettaglio al paragrafo 3.6.4.

È comunque opportuno notare che l'entrata di questi nuovi servizi di negoziazione e dunque la crescente competizione tra questi ultimi ha portato a una riduzione delle barriere all'entrata e di conseguenza ad un abbassamento dei costi nonché a un parallelo aumento della qualità dei servizi offerti. Si può pertanto affermare che l'entrata di tali nuove categorie costituisca un incentivo all'efficienza.

2. Le piccole medie imprese innovative

2.1 Le PMI: le caratteristiche generali

Le piccole medie imprese ricoprono un ruolo fondamentale nel sistema economico italiano. È dirimente, a tal proposito, il dato che evidenzia che il 99.9% delle imprese italiane sono di piccole e medie dimensioni e, conseguentemente, che oltre l'81% degli occupati lavora in una PMI¹⁵.

Ciò posto, appare opportuno fornire una adeguata definizione di tale categoria di imprese.

Una prima definizione di piccola e media impresa viene data dalla Commissione Europea. In particolare, nella raccomandazione 96/280/CE sono stati stabiliti i requisiti numerici necessari ad identificare tale tipologia di imprese. Secondo tale impostazione, sono piccole e medie imprese le imprese che possiedono:

- Un numero di dipendenti inferiore a 250;
- Fatturato inferiore a 40 milioni di ECU oppure, in alternativa, un totale di bilancio inferiore a 27 milioni di ECU;
- Il requisito di indipendenza.¹⁶

La suddetta raccomandazione, peraltro, definiva la piccola impresa come un'impresa:

- Con dipendenti inferiori a 50;
- Con fatturato annuo inferiore a 7 milioni di ECU oppure con totale di bilancio inferiore a 5 milioni di ECU;
- Con il requisito di indipendenza.¹⁶

Questa raccomandazione è stata poi sostituita, (come evidenziato anche nella precedente raccomandazione), dalla raccomandazione 2003/361/CE che apporta delle modifiche specifiche. È importante sottolineare che questa raccomandazione fornisce, all'articolo 2, una definizione delle micro imprese oltre che delle piccole e medie.

Nel particolare, si definiscono PMI quelle aventi:

¹⁵ www.confcommercio.it; Commissione Europea: Accesso alla finanza per le piccole e medie imprese.

¹⁶ Sono indipendenti le imprese il cui capitale o i cui diritti di voto non sono detenuti per 25% o più da una sola impresa, oppure, congiuntamente, da più imprese non conformi alle definizioni di PMI o di piccola impresa, secondo il caso. Direttiva 96/280/CE

- Un numero di dipendenti inferiore a 250;
- Fatturato inferiore a €50 milioni oppure il totale di bilancio inferiore a €10 milioni.

Nella categoria delle PMI sono piccole imprese quelle aventi:

- Un numero di dipendenti inferiore a 50;
- Fatturato inferiore oppure il totale di bilancio inferiore a €10 milioni.

Infine, sono microimprese quelle aventi:

- Un numero di dipendenti inferiore a 10;
- Fatturato annuo oppure un totale di bilancio che non superi €2 milioni¹⁷.

Pertanto dall'analisi di questa raccomandazione si evince che per una azienda è sufficiente rispettare i parametri quantitativi stabiliti all'articolo 2 per rientrare nella categoria delle PMI. Infatti, all'articolo 1 viene ricordato che l'impresa è considerata ogni entità che eserciti attività economica. È così inevitabile il richiamo all'articolo 2082 del codice civile, che definisce l'attività dell'imprenditore e da cui è possibile derivare anche quella di impresa. Si ricorda, infatti, che il codice civile fornisce una definizione sia di imprenditore¹⁸ che di azienda¹⁹, ma non di impresa. Dato che dall'impresa si dichiara chi è l'imprenditore, allora è proprio l'impresa a qualificare l'imprenditore. Quindi, mentre la fattispecie (il fatto o l'atto che abbia rilevanza per il diritto) è l'impresa, il centro di imputazione è l'imprenditore, ovvero il soggetto nella cui sfera giuridica ricadono gli effetti giuridici che le norme fanno scaturire al verificarsi di una fattispecie.

Come già ricordato, le piccole e medie imprese sono un elemento fondamentale per l'economia e lo sviluppo Italiano. Sappiamo inoltre che raccogliere il credito per questa categoria di imprese è più complicato rispetto alle grandi imprese, pertanto l'AIM, come anche altri strumenti alternativi, vuole essere uno strumento per riuscire a raccogliere i fondi necessari e permettere dunque lo sviluppo e la crescita di tali imprese. A tal proposito anche la Legge 27 dicembre 2007, n. 205 (Legge di Bilancio 2018) ha previsto che le PMI intenzionate ad avviare il processo di quotazione in un mercato

¹⁷ Raccomandazione 361/2003/CE

¹⁸ Art. 2082 Codice Civile: *“È imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi.”*

¹⁹ Art. 2555 Codice Civile: *“L'azienda è il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa.”*

regolamentato o anche in un sistema multilaterale di negoziazione, quale è l'AIM ad esempio, possano beneficiare di un credito di imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute per la quotazione.

20

Inoltre il governo attuale si è più volte riunito per discutere circa una serie di misure volte all'aumento della competitività e della crescita di tale categoria di impresa. Nel particolare, centrali nel provvedimento saranno un sistema per garantire il credito alle PMI e la tutela e promozione del made in Italy.

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti alternativi di cui sopra, a seguito della crisi dei debiti sovrani, sono stati sviluppati nuovi canali alternativi di finanziamento alle imprese complementari al credito bancario. Queste innovazioni regolamentari sono state introdotte sia dal Governo Monti che dal "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali".

Per avere un'idea dell'accesso delle piccole e medie imprese agli strumenti finanziari è opportuno considerare l'ESAF (*European SME Access to Finance*) che è un indicatore composito, che varia tra 0 e 1, composto da 4 sotto-indici normalizzati che a loro volta sintetizzano 19 indicatori aggregati (*figura 5*). È un indicatore che ha come obiettivo misurare le condizioni di finanziamento esterno delle PMI, cogliendo non solo il gap tra offerta e domanda, ma anche altri aspetti di accesso alla finanza come la sua disponibilità e i relativi costi. Questo indicatore fornisce inoltre una misura per comparare la performance di ciascun paese nel tempo rispetto ad altri. L'Italia occupava nel 2017 il quintultimo posto (*figura 6*).

²⁰ Ministero dello Sviluppo Economico: credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI

Figura 5

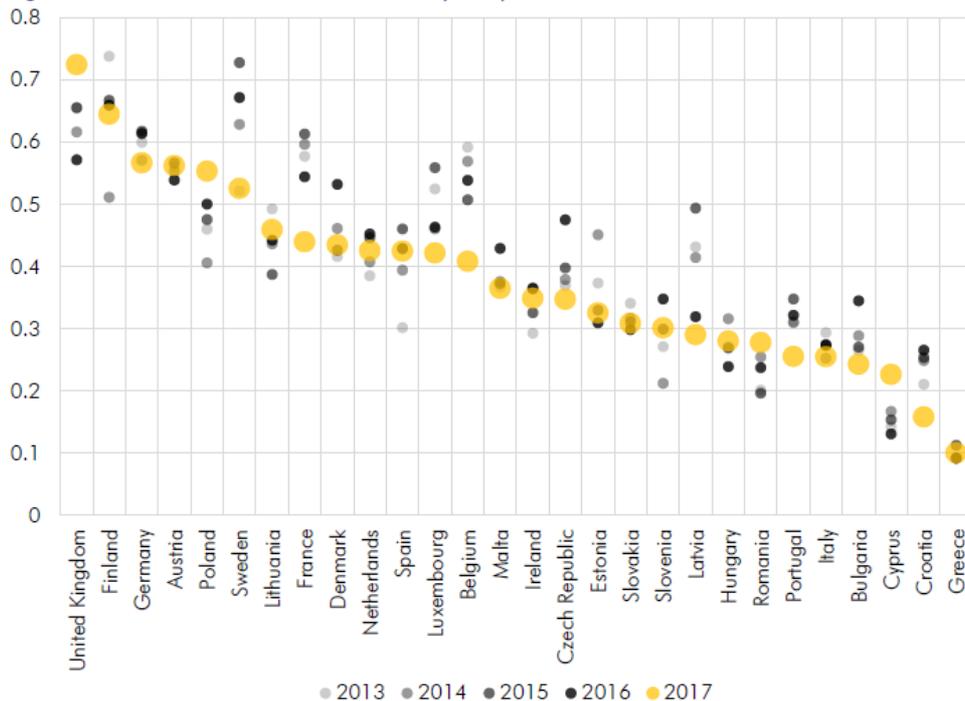
Box 1: The four ESAF subindices and their respective SME access to finance indicators

Loans:	
■	Percentage of SMEs using bank loans in the last 6 months
■	Percentage of SMEs using grants or subsidised bank loans in the last 6 months
■	Percentage of SMEs not applying for a bank loan because of possible rejection in the last 6 months
■	Interest rate for loans under EUR 250k (floating rate with IRF up to 1 year)
■	Interest rate spread (under EUR 250k vs over EUR 1m for floating rate with IRF up to 1 year)
Equity:	
■	Venture Capital Investments / GDP
■	Venture capital availability index
■	Value of IPO market / GDP
■	Percentage of SMEs using equity capital in last 6 months
Credit and Leasing:	
■	Percentage of SMEs using bank overdraft, credit line, or credit card overdraft in last the 6 months
■	Percentage of SMEs not applying for the above because of possible rejection in last the 6 months
■	Percentage of SMEs using leasing or hire-purchase in the last 6 months
■	Median interest rate charged to SMEs for credit line or bank overdraft application in the last 6 months
Macro Factors:	
■	Gap between actual and potential GDP
■	Strength of legal rights index
■	Depth of credit information index
■	Availability of financial services index
■	Bank non-performing loans to total gross loans
■	Percentage of SMEs "feeling that there are no financing obstacles"

Fonte: European Small Business Finance Outlook – EIF

Figura 6

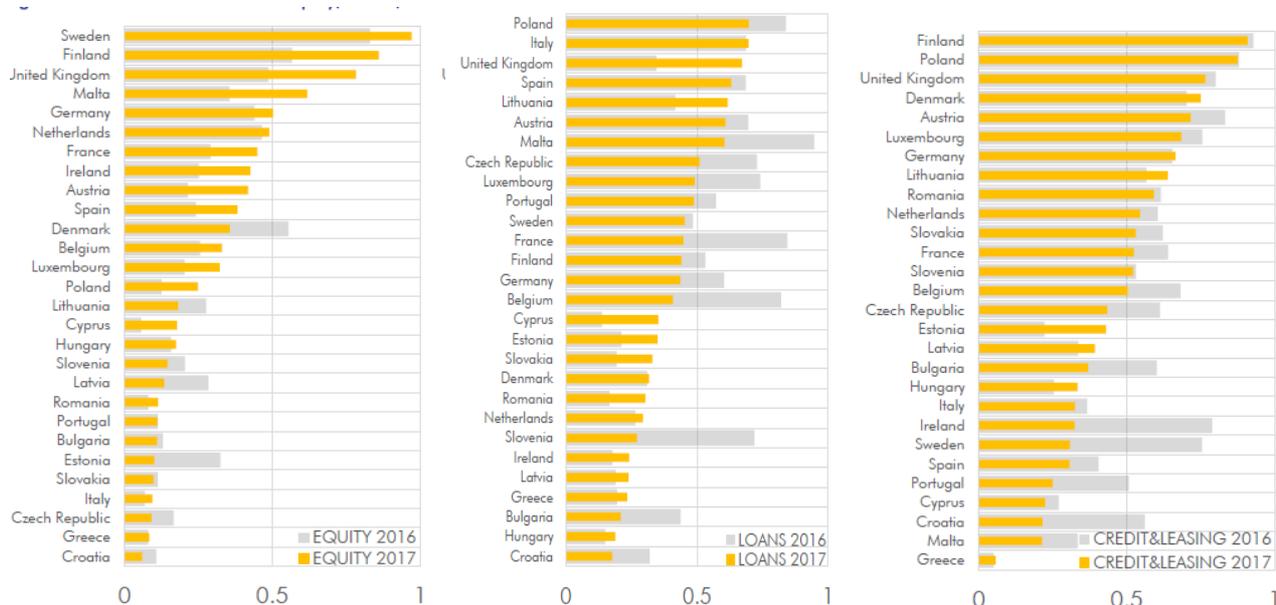
Figure 1: The EIF SME Finance Index: country comparison and evolution over time



Fonte: European Small Business Finance Outlook – EIF

I tre sotto-indici, relativi all'accesso agli strumenti finanziari da parte delle piccole e medie imprese italiane, mostrano la dipendenza di queste ultime dall'indebitamento bancario e la loro scarsa apertura al mercato dei capitali in Italia (essendo quartultima rispetto agli strumenti di «equity») (figura 7).

Figura 7



Fonte: European Small Business Finance Outlook – EIF

Tra gli strumenti alternativi, cui le piccole e medie imprese possono accedere per ottenere un finanziamento, prendiamo in considerazione ad esempio il ruolo dei fondi di *private equity* oppure dei *venture capital*, che, a differenza del classico intermediario, assumono un'esposizione particolare nell'azienda. Infatti questi fondi acquistano le azioni delle società partecipando dunque al capitale di rischio e forniscono loro dei servizi accessori. Questi ultimi fanno riferimento ad una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale, è dunque essenziale l'apporto professionale dell'investitore che partecipa ad esempio alle decisioni strategiche mettendo a disposizione le proprie conoscenze ed esperienze professionali. Entrambi i fondi, quindi, investono nelle aziende, solitamente non quotate, tramite trattative private.

Questi sono fondi che hanno simili modelli di business e che si differenziano principalmente per l'intervento in due fasi distinte del ciclo di vita dell'azienda: I *venture capital* agiscono nella fase di *start-up*, mentre i *private equity* nella fase di *high growth*. Da questa differenza è possibile dedurre che i primi sono dei fondi assai più rischiosi rispetto ai secondi e, pertanto, per i *venture capital* la diversificazione è essenziale, perché investire in un unico settore risulterebbe troppo rischioso. Nel momento in cui questi fondi hanno raggiunto il loro obiettivo all'interno dell'azienda e dunque lo sviluppo previsto si è realizzato, l'investitore dismette la propria partecipazione.

È quindi interessante notare come questi operatori istituzionali intervengano in maniera attiva all'interno della società concedendo loro un finanziamento e apportando una consulenza professionale essenziale per lo sviluppo di tali aziende.

2.2 Il contenuto innovativo e il decreto “Investment Compact”

Le piccole e medie imprese innovative fanno riferimento a quelle imprese che, oltre a rientrare nella categoria di PMI, operano nel campo dell'innovazione tecnologica. Questa categoria è stata introdotta dal decreto “Investment Compact”. Questo tipo di imprese è sempre in crescita dal 2015, anno in cui sono state introdotte. Infatti a febbraio 2016 erano già 117 e a fine 2018 sono 877²¹. La grande maggioranza di PMI innovative si trova tra la Lombardia (29%), il Piemonte (13%) e poi nel Lazio, Emilia Romagna e Marche (7% ciascuna).²² Tuttavia, il potenziale di imprese che potrebbe entrare a far parte di questa categoria è molto elevato e nel particolare è pari a 18 mila imprese, pertanto anche questa categoria è fondamentale per il sistema economico italiano.

Per essere considerata PMI innovativa l'impresa deve rispettare i seguenti requisiti:

- Fatturato annuale minore a €50 milioni o, in alternativa, un attivo inferiore a €43 milioni;
- Un numero di dipendenti inferiore a 250;
- Rispettare almeno due dei seguenti requisiti:
 1. Il 3% dei costi totali è riconducibile a costi per ricerca e sviluppo;
 2. Un terzo dei dipendenti deve essere in possesso di una laurea magistrale o un quinto dei dipendenti deve essere in possesso di un dottorato di ricerca;
 3. Titolarità di una forma di protezione intellettuale (ad esempio un brevetto).

L'ultimo punto fa riferimento proprio al carattere innovativo che è stato aggiunto dal decreto “Investment Compact”²³. Questo decreto ha destinato una grande parte delle misure che erano state già assegnate a vantaggio delle start-up innovative con l'obiettivo di aumentare la competitività delle imprese e di innescare e favorire l'innovazione da parte delle imprese. A tal fine il legislatore ha previsto una serie di vantaggi per le imprese e di incentivi fiscali per persone fisiche e giuridiche che intendono investire nel capitale di tali imprese. Le misure previste nel già citato decreto “Investment Compact” sono le seguenti:

²¹ www.startupbusiness.it

²² Osservatorio PMI Innovative

²³ Decreto Legge 24 gennaio 2015 n.3

- Le PMI innovative sono esonerate dal versamento dell'imposta di bollo solitamente richiesta ai fini dell'iscrizione dell'impresa nel Registro delle imprese;
- Le PMI innovative che sono anche delle società a responsabilità limitata possono creare anche dei diritti di voto asimmetrici;
- Le PMI beneficiano di una particolare disciplina del caso l'impresa dovesse registrare delle perdite sistematiche;
- Le PMI innovative possono prevedere forme di remunerazioni particolari quale ad esempio la partecipazione al capitale per i dipendenti attraverso l'emissione di *stock option* oppure il pagamento di fornitori tramite azioni (*work for equity*);
- Le PMI innovative possono far ricorso all'equity crowdfunding che è uno strumento alternativo di raccolta del capitale in cui le risorse vengono raccolte attraverso piattaforme online autorizzate;
- Le PMI innovative hanno un accesso semplificato al Fondo di Garanzie per le PMI che è istituito presso il Mise e che ha il compito di fornire delle garanzie sui prestiti.
- Sono stati previsti inoltre degli incentivi fiscali per persone fisiche e giuridiche che investono nel capitale della PMI innovativa che operi da meno di sette anni dalla sua prima vendita commerciale. Per la persona fisica è prevista una detrazione IRPEF del 30% calcolata su un massimo di un milione di euro, mentre una deduzione IRES al 30% calcolata su un massimo di 1,8 milioni di euro per le persone giuridiche.

Pertanto, tenendo in considerazione le misure appena esaminate²⁴, è opportuno investire in tali società sia per favorirne lo sviluppo sia al fine di aumentare la competitività delle imprese italiane. Inoltre è un investimento che risulta essere conveniente sia per le persone fisiche che giuridiche date le rispettive detrazioni e deduzioni.

Queste imprese possono chiaramente quotarsi sul mercato AIM e fino a maggio 2019 il numero di PMI innovative quotate risale a 33 aziende, ovvero circa il 30% del totale delle aziende quotate su tale mercato²⁵. Tra le PMI innovative quotate sul mercato AIM troviamo anche Bio-On e Grifal che verranno analizzate nel quarto e quinto capitolo.

²⁴Registro delle Imprese: Le PMI innovative

²⁵ Borsa Italiana SpA

2.3 Le PMI innovative e le *start-up* innovative a confronto

La prima definizione di start -up innovativa è stata data dal Decreto Legge n.179 del 2012 secondo il quale sono start-up innovative le imprese di nuova costituzione che operano nel campo dell'innovazione e della tecnologia²⁶. Queste imprese possono essere sia società per azioni che società cooperative, le cui azioni non siano però quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione. Per le start-up innovative sono stati previsti dal legislatore una serie di requisiti che le imprese devono rispettare al fine di poter essere considerate in questa categoria. I requisiti sono i seguenti:

- L'impresa deve essere una start-up e pertanto non deve essere costituita da più di cinque anni;
- La start-up deve avere come sede principale l'Italia o alternativamente un paese dell'Unione Europea (con almeno una sede in Italia);
- Valore della produzione inferiore a 5 milioni;
- Non possono distribuire utili;
- Sono start-up il cui oggetto sociale esclusivo o comunque prevalente è relativo alla produzione o commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto contenuto tecnologico.

Per quanto riguarda il contenuto innovativo i requisiti sono uguali a quelli poi adattati per le piccole e medie imprese innovative (eccetto per il fatto che i costi attribuibili alla ricerca e sviluppo devono essere pari al 15% per le start-up innovative, mentre per le PMI sono pari al 3%). A differenza delle PMI innovative, le start-up innovative devono rispettare almeno uno dei tre requisiti anziché due dei tre.

Pertanto è evidente che le due categorie presentano importanti similitudini, ma allo stesso tempo mostrano delle differenze sostanziali. La prima differenza fa riferimento alla data in cui la società è stata costituita perché per le PMI non ci sono vincoli temporali mentre le *start-up* non possono essere state costituite da un periodo superiore ai cinque anni. La seconda differenza riguarda l'oggetto sociale che nella start-up deve essere esclusivamente, o quanto meno prevalentemente, rivolto alla produzione o commercializzazione di un prodotto al alto contenuto innovativo, mentre per le PMI non è previsto alcun vincolo in tale ambito.

²⁶ Decreto Legge n.179 del 2012

3. La quotazione sul mercato AIM come strumento per sostenere lo sviluppo delle PMI

3.1 Le motivazioni che portano una PMI innovativa alla quotazione su AIM Italia

Le motivazioni che portano una impresa alla quotazione su AIM Italia sono principalmente tre.

La prima riguarda la visibilità internazionale che il mercato AIM è in grado di fornire. Questo mercato è caratterizzato da un sistema di investitori istituzionali molto vasto ed esteso in Europa, quindi la quotazione su AIM Italia può favorire l'entrata dell'impresa nel sistema finanziario europeo.

Un secondo motivo per cui una PMI, sia innovativa che non, dovrebbe scegliere la quotazione su AIM Italia fa riferimento alla flessibilità regolamentare che permette l'accesso a questo tipo di imprese al mercato dei capitali con modalità semplificate e conseguentemente anche a costi più contenuti. È infatti richiesto, ai fini dell'ammissione, un solo documento e non l'intero prospetto informativo. Inoltre il processo di quotazione su AIM è un processo veloce dato che dalla decisione all'ammissione si dovrebbe concludere in meno di sei mesi. La quotazione su questo mercato è caratterizzata da una semplicità di accesso in quanto non è richiesto ad esempio un requisito di capitalizzazione minima, la corporate governance viene suggerita dal Nomad e la società non deve avere un requisito minimo di esistenza.

In ultimo luogo, l'AIM assicura l'accesso a un mercato realmente globale che può permettere lo sviluppo anche internazionale di tali aziende. Pertanto, tramite la quotazione, un'impresa può ottenere un ampio volume di capitali necessari per finanziare la propria crescita, soprattutto nel caso delle piccole e medie imprese innovative che ogni anno devono sostenere degli importanti investimenti (prevalentemente in ricerca e sviluppo) al fine di innovare costantemente i propri prodotti e processi produttivi. Un esempio attinente è proprio quello relativo a Bio-On, ma anche a Grifal, le quali hanno ricevuto un enorme supporto dalla quotazione sul mercato AIM Italia, determinante per il loro sviluppo. Bio-On, che è quotata sull'AIM da un periodo superiore a Grifal, ha raggiunto in quasi cinque anni una capitalizzazione di borsa pari a poco più di un miliardo di euro. Infatti secondo Milano Finanza questa azienda starebbe pensando già alla quotazione sul mercato MTA o addirittura sul Nasdaq.

3.2 Vantaggi e limiti della quotazione

La quotazione delle piccole e medie imprese, sia innovative che non, permette all'azienda di beneficiare di una serie di vantaggi riconducibili a quattro aspetti:

1. Aspetti organizzativi e manageriali: La quotazione permette di attrarre dirigenti sempre più qualificati e inoltre la remunerazione degli stessi con piani di stock option, così

come può aiutare a motivare e coinvolgere in misura maggiore il management, favorendo anche il cambio di mentalità all'interno dell'azienda. La quotazione può infatti portare alla diffusione di una cultura aziendale più aperta a tutti i livelli e non solo quindi al top management, può favorire una maggiore partecipazione e condivisione delle sorti aziendali da parte di tutti i dipendenti.

2. Aspetti commerciali e patrimoniali: La quotazione consente alle imprese di raccogliere capitali per finanziare la propria crescita e dunque di ridurre la dipendenza dell'impresa dall'indebitamento bancario. In questo modo l'impresa può diversificare le proprie fonti di finanziamento e ottenere delle risorse finanziarie a un costo inferiore rispetto alle condizioni del prestito applicategli dalla banca. Inoltre la quotazione aumenta lo standing creditizio nei confronti dei fornitori e clienti e rafforza anche la struttura patrimoniale.
3. Aspetti relazionali e di riconoscibilità: Senza dubbio la quotazione porta ad ampliare le reti di relazioni dell'impresa e a rafforzare la comunicazione trasparente. Infatti le imprese quando si quotano devono rispettare degli obblighi informativi persino in un mercato non regolamentato quale è l'AIM dove tali obblighi sono nettamente minori e meno onerosi rispetto a quelli dei mercati regolamentati. Inoltre è uno strumento che aumenta la credibilità della società anche grazie alla presenza di investitori qualificati.
4. Aspetti relativi all'azionariato e al controllo: La quotazione dà un valore oggettivo e trasparente dell'azienda e di conseguenza permette di misurare le performance sul mercato. Consente inoltre liquidità all'azionariato. È importante sottolineare anche che con la quotazione non si perde necessariamente il controllo della società, anzi può anche favorire il passaggio generazionale.

Ovviamente la quotazione comporta anche delle limitazioni e degli oneri per l'impresa emittente. Innanzitutto la quotazione implica un costo che fa riferimento sia all'attività del Nomad e dei revisori nonché a quella di consulenza (per cui è previsto un credito di imposta pari al 50% delle spese sostenute²⁷), sia al *success fee*, ovvero a quella parte di costo variabile che è legata al successo dell'operazione e all'effettivo collocamento delle azioni. Inoltre, come già anticipato, l'azienda che intenda quotarsi deve sottostare a una serie di obblighi e deve rispettare sia i requisiti formali che informali per la quotazione, nonché aderire agli obblighi di trasparenza. Quest'ultimo aspetto può essere considerato sia un fattore positivo, perché l'azienda si vuole mostrare al pubblico come una

²⁷ Cfr. paragrafo 2.1

realità stabile e in continua crescita, ma allo stesso tempo la pubblicazione di vari documenti attinenti all'intera attività aziendale può essere onerosa. In aggiunta con la quotazione è già stato detto che non si perde necessariamente il controllo della società, anche se potrebbero entrare a fare parte del capitale azionario un vasto numero di azionisti interessati esclusivamente a ricevere i dividendi e che non condividono le sorti aziendali. Ne consegue che il capitale viene frammentato con il rischio che il controllo possa essere esercitato con una piccola percentuale.

Gli obblighi delle società quotate saranno poi esaminati nello specifico nel paragrafo 3.7.

Tabella 2

	Società non quotata	Società quotata
Base Investitori	Coinvolge un numero limitato di investitori.	Capace di attrarre un'ampia e diversificata base di investitori
	Condizioni contrattuali degli investitori basate su relazioni individuali	Parità delle condizioni contrattuali per tutti gli investitori.
Raccolta di Capitale	Raccolta potenzialmente più limitata	Maggiore dimensione dell'offerta e dei capitali raccolti.
Visibilità	Visibilità limitata a pochi investitori	Visibilità più ampia, anche internazionale
Trasparenza	Flessibilità nella comunicazione e nel livello di trasparenza	Obblighi di reporting e requisiti di trasparenza
Liquidità	Limitata liquidabilità degli strumenti finanziari	Liquidabilità degli strumenti finanziari su una piattaforma di negoziazione
	Formazione del prezzo non trasparente	Formazione del prezzo regolarmente sul mercato secondario
Corporate Governance	Invasività degli investitori sul governo societario.	Azionariato diffuso con influenza limitata sul governo

Fonte: BDO

3.3 Le modalità di negoziazione nel mercato AIM

Il sistema di negoziazione di AIM Italia si svolge secondo le modalità di asta continua e di negoziazione continua e si articola nelle seguenti fasi:

1. Asta di apertura che a sua volta è articolata nelle fasi di:
 - 1.1. Pre-asta in cui viene determinato il prezzo teorico di asta di apertura
 - 1.2. Apertura in cui vengono conclusi i contratti

2. Negoziazione continua che inizia con la conclusione della fase precedente (asta di apertura). In questa fase gli ordini sono eseguiti. Pertanto nel momento in cui gli ordini degli operatori risultano essere compatibili tra loro vengono eseguiti immediatamente.
3. Asta di chiusura che a sua volta è articolata nelle fasi di:
 - 3.1. Pre-asta in cui viene determinato il prezzo teorico di asta di chiusura
 - 3.2. Chiusura in cui vengono conclusi i contratti

Alla negoziazione possono partecipare esclusivamente gli investitori istituzionali.

Gli orari di negoziazione sono riassunti nella tabella 3:

Tabella 3

Asta di apertura	Negoziazione continua	Asta di chiusura
(Pre-asta, validazione e apertura, conclusione contratti)		(Pre-asta, validazione e chiusura, conclusione contratti)
08.00 – 09.00	09.00 – 17.30	17.30 – 17.35
(09.00.00 – 09.00.59)		(17.35.00 – 17.35.59)

Fonte: Borsa Italiana

3.4 Un cenno sulla SPAC

Questa è una tecnica di quotazione particolare che prevede la fusione per incorporazione della società quotanda in una Special Purpose Acquisition Company (SPAC). Si tratta dunque di una tecnica di quotazione indiretta, introdotta in Italia dal 2010, ideata negli Stati Uniti come uno strumento di aiuto per le imprese in crisi.

Questo tipo di quotazione si sviluppa in 5 fasi.

La prima fase prevede la costituzione di una SPAC, in forma di società per azioni, il cui oggetto sociale riguarda la raccolta di risorse finanziarie al fine di realizzare un progetto. La costituzione avviene da parte dei soggetti intenzionati a intraprendere un'attività imprenditoriale e tra questi rientrano i soci promotori, così come degli imprenditori e dei professionisti. Una volta costituita la SPAC viene quotata nel mercato MIV degli Investment Vehicles o, alternativamente, anche sul mercato AIM Italia. Nella seconda fase, i soggetti che hanno costituito la SPAC mirano a raccogliere delle risorse finanziarie. Quest'ultime una volta raccolte sono trasferite in un conto vincolato nell'attesa del loro futuro impiego.

La terza fase è quella relativa alla *business combination*, in cui è necessaria la ricerca di un'impresa target, che dovrà essere fusa mediante incorporazione nella SPAC e successivamente quotata. Si deve

pertanto trattare di un'impresa target che sia idonea alla quotazione e che ne abbia dunque i requisiti necessari.

Nella quarta fase viene poi quotata l'impresa che deriva dalla fusione tra la SPAC e l'impresa target. Infine, la quinta e ultima fase prevede la liquidazione della SPAC. Nel particolare, ne viene liquidato l'attivo e viene restituito il capitale ai soci.

Pertanto, le SPAC sono considerate come un'alternativa al processo normale di quotazione e hanno la caratteristica di eliminare il rischio dell'offerta accelerandone anche il processo di quotazione.

Nel panorama italiano dal 2011 al 2018 sono state ammesse 24 SPAC tra cui 5 sul MIV e le restanti 19 sul mercato AIM Italia, solo 10 SPAC hanno concluso la *business combination* e le altre 14 ancora devono concluderla. Tra le 10 SPAC che hanno concluso la *business combination*, 5 target sono ora quotate su AIM Italia.²⁸

3.5 I soggetti coinvolti nel processo di quotazione

Il processo di quotazione coinvolge diversi soggetti di cui i principali sono: l'Advisor finanziario, il Nomad, il Global Coordinator, l'Investor Relator, lo Studio Legale e la Società di Revisione. Tutti questi attori svolgono un ruolo fondamentale nel processo e pertanto saranno analizzati singolarmente.

Figura 8



Fonte: elaborazione propria

²⁸ Borsa Italiana

3.5.1 L'Advisor finanziario

L'Advisor finanziario riveste un ruolo chiave nel processo di quotazione infatti è la prima figura che viene nominata dalla società e la assiste durante lo sviluppo dell'intero *iter*. In primo luogo, questo soggetto svolge un ruolo cruciale nell'individuare un mercato adeguato alle peculiarità dell'azienda presa in considerazione. Questa attività richiede una valutazione analitica che tenga conto della fattibilità dell'operazione. Infatti deve verificare non solo la fattibilità dell'operazione ma anche la presenza dei requisiti formali e non necessari per la quotazione. In aggiunta l'Advisor stabilisce un orizzonte temporale in cui il processo di quotazione dovrà aver luogo. L'Advisor svolge un ruolo principale nell'identificazione degli investitori istituzionali e nel fornire un'assistenza per gestire i rapporti con organi quali la Consob e Borsa Italiana in ogni fase della quotazione. Quindi questa figura affianca il Nomad e mantiene i contatti con tutti i soggetti coinvolti nella quotazione in modo da garantire il coordinamento di tutte le attività.

I principali servizi offerti comprendono:

- La preparazione della documentazione necessaria per la quotazione;
- Verificare il rispetto dei requisiti richiesti;
- Valutazione ed elaborazione del *business plan*;
- Organizzazione degli incontri con gli investitori.

Quindi l'Advisor finanziario fornisce consulenza strategica sulla reale possibilità di intraprendere il processo di quotazione.

3.5.2 il Nomad

Nel processo di quotazione l'emittente deve necessariamente nominare il Nominated Adviser (Nomad) e dovrà mantenerlo in via continuativa per tutto il periodo di permanenza sul mercato. Il ruolo del Nomad può essere svolto sia da associazioni professionali che da società di capitali in possesso di una particolare esperienza e dotate di una adeguata struttura operativa e deve essere iscritto nell'apposito registro tenuto presso Borsa Italiana. Il suo compito è quello di garantire l'appropriatezza dell'emittente e, una volta constatata l'adeguatezza, deve rilasciare la dichiarazione prevista nel regolamento Nomad. Inoltre deve assistere la società, non solo nella fase di ammissione, ma durante l'intera permanenza sul mercato, assolvendo così ai compiti previsti nel Regolamento Emittenti.

Il Nomad è una figura scelta spontaneamente dalla società emittente che ha l'ulteriore compito di affiancarla anche nella gestione dei rapporti con tutte le figure coinvolte nella quotazione. Tuttavia, per essere nominato, il Nomad deve essere indipendente dall'emittente e non si deve trovare in una situazione di conflitto di interessi.

I principali compiti del Nomad, previsti dai regolamenti sono:

- Svolgere la *due-diligence* e valutare l'appropriatezza della società per l'ammissione sul mercato. In questo modo il Nomad agisce da garante del buon funzionamento del mercato nel suo complesso;
- Far rispettare gli obblighi previsti nei regolamenti del mercato AIM Italia;
- Gestire l'intero processo di quotazione scandendone anche le tempistiche;
- Guida nella redazione del documento di ammissione;
- Fornisce un giudizio circa gli amministratori della società.

Nello specifico è possibile suddividere le attività del Nomad nella fase precedente alla quotazione e in quella successiva.

Per quanto riguarda la prima, il ruolo del Nomad è incentrato sulla valutazione dell'emittente e dei relativi strumenti finanziari che si realizza tramite un'analisi accurata dell'attività della stessa, del posizionamento all'interno del mercato di riferimento e in generale dei progetti in essere necessari per il suo sviluppo. Il Nomad deve poi considerare l'adeguatezza della corporate governance ovvero l'idoneità della struttura organizzativa focalizzandosi anche sugli eventuali cambiamenti da apportare in vista della quotazione. Realizza inoltre la *due-diligence* finanziaria, legale e fiscale concentrandosi principalmente su quella finanziaria essendo la più importante ai fini valutativi. È infine coinvolto nella redazione del documento di ammissione. L'obiettivo del Nomad in questa fase è quello di rilasciare una dichiarazione riguardante l'adeguatezza della società emittente alla quotazione, che deve essere rilasciata entro tre giorni dalla data di quotazione.

Per quanto riguarda, invece, l'attività del Nomad nella fase di post-quotazione, essa si concentra sull'assistere la società in tutto il periodo di permanenza sul mercato. Realizza questa attività mantenendo costantemente contatti con l'emittente in modo da essere sempre informato sugli aspetti rilevanti riguardanti la società e svolgere dunque un continuo monitoraggio. Il fine del Nomad in tale fase è quello di garantire l'adeguatezza dell'emittente durante tutta la sua permanenza sul mercato in termini di rispetto delle condizioni necessarie.

È importante poi sottolineare che il Nomad può anche svolgere il ruolo di Global Coordinator (*cfr.* 3.3) per il collocamento delle azioni e di Specialist per garantire la liquidità del titolo.

3.5.3 il Global coordinator

Il Global coordinator è responsabile dell'organizzazione, della gestione e dell'esecuzione del collocamento delle azioni della società emittente. Questa figura affianca il Nomad nella fase di *due-diligence* al fine di acquisire la giusta conoscenza della società emittente. L'obiettivo è dunque quello

di organizzare il collocamento delle azioni sul mercato e promuoverlo nella comunità finanziaria. Per realizzare tali obiettivi il Global Coordinator si impegna a:

- a contattare i potenziali investitori e ne valuta la propensione e disponibilità di ciascuno a sottoscrivere le azioni di nuova emissione;
- organizzare il *roadshow* presentando la società al mercato e definendo l'intervallo di prezzo a cui le azioni sono vendute;
- assistere la società emittente nei meeting con gli investitori potenziali;
- organizza i consorzi di collocamento e ne coordina l'attività;
- gestire le attività connesse alla vendita del titolo.

In aggiunta, un *Equity Research* può essere programmato per presentare agli investitori potenziali un quadro informativo più esaustivo e trasparente.

3.5.6 Lo Specialist

La società che intende quotarsi sul mercato AIM Italia deve dotarsi e mantenere per tutta la sua permanenza nel mercato di uno Specialist, ai sensi della normativa di Borsa Italiana. I principali servizi offerti da questo operatore specialista sono di garanzia della liquidità del titolo, di reportistica e di *Equity research*. Per quanto riguarda il primo servizio è un'attività svolta dagli intermediari in conto proprio e realizzata utilizzando i mezzi propri e i titoli di proprietà dell'intermediario. L'emittente può però dividerne il rischio.

Invece, il secondo servizio, erogato dalla figura dello Specialist, può essere considerato facoltativo ed accessorio di rendicontazione dato che nessun regolamento è stato previsto al riguardo. In questo caso quindi lo Specialist mette a disposizione dell'emittente un report dettagliato contenente tutte le transazioni effettuate in un determinato orizzonte temporale.

Infine, l'attività di *Equity Research*, prevista in capo allo Specialist dal Regolamento Emittenti AIM, si propone di fornire un set informativo completo e trasparente a favore degli investitori.

3.5.7 L'Investor Relator

l'attività dell'Investor Relator è essenziale per la riuscita dell'operazione di *Initial Public Offering* (IPO) in quanto prevede la promozione della società agli investitori istituzionali. Nel particolare assiste la società nella fase di marketing definendone l'*equity story* al fine di suscitare interesse nei potenziali investitori. Di conseguenza si occupa anche della definizione degli obiettivi, dei target e della strategia di riferimento dell'azienda. L'investor Relator ha un ruolo importante anche nella fase successiva alla

quotazione in quanto deve interagire in maniera continuativa con il mercato al fine di raccogliere il maggior numero di informazioni possibili riducendo le asimmetrie informative.

3.5.8 Lo Studio Legale

Lo Studio si occupa di assistere l'impresa ed eventualmente anche il Nomad e il Global Coordinator fornendo loro l'assistenza legale di cui necessitano come ad esempio quella relativa alle tematiche contrattuali. Quindi lo Studio Legale ha un ruolo importante nel momento in cui devono essere stipulati dei contratti con le altre figure coinvolte nel processo di quotazione e nella strutturazione dell'offerta. Inoltre fornisce un supporto rilevante nella fase di *due-diligence* e nell'esaminare la documentazione richiesta per la quotazione.

3.5.9 La Società di Revisione

La Società di Revisione si impegna a verificare i bilanci e l'intero sistema contabile aziendale mettendo poi a disposizione una relazione contenente la propria valutazione.

Si occupa quindi, nella fase di quotazione, della verifica dei dati contabili contenuti nel documento di ammissione favorendo di conseguenza l'attività di *due-diligence* del Nomad. Inoltre si occupa anche della redazione del *business plan*.

3.6 Il processo di quotazione

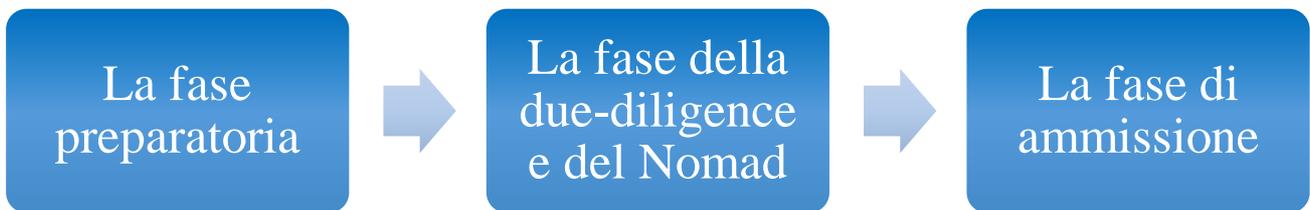
Il processo di quotazione di una società sul mercato AIM Italia dura solitamente tra i tre e i sei mesi, non considerando la fase preparatoria, ma le tempistiche possono variare dato che il momento ottimale per la quotazione dipende anche da vari fattori come quelli macroeconomici (se ad esempio le condizioni macroeconomiche non sono favorevoli, conviene aspettare per procedere alla quotazione). Si tratta comunque di un processo rapido rispetto alla quotazione in altri mercati e segmenti e che richiede dei requisiti minimi meno onerosi per le società.²⁹

Tuttavia, al fine di esemplificare meglio il processo di quotazione, è possibile suddividerlo in tre fasi principali:

1. La fase preparatoria;
2. La fase della *due-diligence* e del Nomad;
3. La fase di ammissione.

²⁹ Cfr. paragrafo 1.6.

Figura 9



Fonte: elaborazione propria

3.6.1 La fase preparatoria

La fase preparatoria generalmente dura dai quattro ai sei mesi. In questa fase vengono svolte tutte le attività preliminari alla quotazione come l'individuazione del perimetro di quotazione ottimale e l'eventuale apporto di modifiche alla struttura manageriale.

Innanzitutto è opportuno specificare che prima di intraprendere l'intero processo di quotazione l'azienda deve valutare la propria convenienza e può farlo tramite un'analisi comparata dei vantaggi e degli svantaggi che la quotazione comporta (cfr. paragrafo 3.2). In secondo luogo, si deve valutare la fattibilità dell'operazione e comprendere su quali aspetti della gestione è necessario intervenire al fine appunto di preparare l'azienda alla quotazione.

Pertanto centrale in questa fase è la redazione del piano industriale a tre anni nonché la presentazione contenente sia l'*Equity story* che la descrizione del business. La presentazione è necessaria in quanto bisogna focalizzare il business in cui l'azienda opera e anche la strategia da adottare nell'intero processo al fine di avere il miglior collocamento possibile sul mercato. Infatti con la redazione del piano industriale si va ad esplicitare la strategia aziendale che nei prossimi anni dovrà essere implementata. Inoltre in questa fase prende inizio l'attività di revisione contabile del bilancio dell'ultimo esercizio. Per la redazione di tali documenti partecipano dunque l'emittente, l'Advisor Finanziario che assiste la società nello studio della fattibilità dell'operazione e la Società di Revisione che si occupa della valutazione del sistema contabile.

3.6.2 La fase della due-diligence e del Nomad

Questa fase inizia con la selezione del Nomad e dei consulenti legali in modo che l'attività di *due-diligence* possa subito cominciare insieme alla verifica dell'attività del controllo di gestione.

Quest'ultimo è un “*flusso operativo che attraversa tutta la gestione aziendale*”³⁰ e si occupa di fornire delle soluzioni ai problemi decisionali e gestionali delle aziende. Soprattutto mette a disposizione degli strumenti per valutare la convenienza tramite il confronto tra i costi e i ricavi.

Una volta verificato il funzionamento del sistema di controllo e di gestione si procede con la valutazione dell'azienda pre-quotazione da parte di un analista indipendente. Infatti, prima di quotare l'azienda, occorre stimarne il valore al fine di definire il prezzo delle azioni.

In aggiunta si elabora il documento di ammissione che viene poi concluso, insieme alla *due-diligence*, alla fine di questa fase, ovvero quando viene organizzato il roadshow con gli investitori.

3.6.3 La fase di ammissione

Questa fase si apre con la comunicazione di pre-ammissione che deve essere presentata dieci giorni prima della prevista ammissione. Tale comunicazione è ovviamente successiva alla verifica di tutti i requisiti necessari per la quotazione sia da parte del Nomad che degli altri soggetti incaricati. Tale documento contiene la nomina del Nomad, la descrizione del business dell'impresa e la capitalizzazione di mercato.

In seguito, tre giorni prima dell'ammissione, deve essere inviata la domanda di ammissione con la relativa documentazione. Quest'ultima deve contenere obbligatoriamente lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico, il Rendiconto Finanziario, il prospetto delle variazioni del Patrimonio Netto, le note e i principi adottati. Inoltre il documento di ammissione deve analizzare anche i singoli fattori di rischio relativi all'emittente: tra questi possono essere ricordati i rischi connessi ai fornitori, al costo delle materie prime, all'andamento economico italiano e via dicendo.

In questa fase è centrale la determinazione del prezzo cui le azioni saranno collocate sul mercato. Qui il Nomad ha un ruolo fondamentale perché deve fare in modo che le azioni siano collocate ad un prezzo tale da garantire un'adeguata domanda. Infatti, una volta ammesso e pubblicato il Documento di Ammissione, sarà possibile negoziare il titolo sul mercato AIM Italia.

3.6.4 I requisiti per la quotazione

Come è stato evidenziato precedentemente, la società emittente deve essere in possesso di una serie di requisiti per poter procedere alla quotazione delle proprie azioni. Nel particolare, sono richiesti sia i requisiti formali che quelli sostanziali.

Per i primi si fa riferimento a quei requisiti che sono presenti in tutti i mercati mobiliari che mirano sia a disciplinarne l'accesso sia a distinguere i vari mercati e/o segmenti. Si tratta di regole scritte che sono

³⁰ P. Bastia: Programmazione e Controllo

modificabili nel tempo su iniziativa di organi come ad esempio Borsa Italiana Spa. Queste regole si caratterizzano per la loro discrezionalità dato che dipende dagli Organi del Mercato l'accettazione di requisiti formali in misura inferiore a quella definita minimale. Tale fattispecie si è verificata nella privatizzazione delle grandi imprese pubbliche (ENI, ENEL, Poste Italiane) in cui è stato accettato il requisito del 10% del flottante quando la misura minima prevista era del 25% in quanto considerata comunque una misura adeguata.³¹

Nell'ambito dei requisiti formali è possibile evidenziarne quelli necessari sia in fase di IPO che in fase di post IPO. In fase di IPO la società emittente deve avere un flottante pari al 10%, requisito assai inferiore rispetto a quelli richiesti per il mercato MTA pari al 25% e per il segmento STAR pari al 35%. Inoltre, se esistente, è richiesta la presenza di un bilancio certificato la cui redazione può essere svolta con i principi contabili italiani oppure, alternativamente, con quelli internazionali. Per quanto riguarda l'offerta nel mercato AIM è principalmente istituzionale e ci devono essere almeno cinque investitori istituzionali che coprano il 10% del flottante³². Infine, gli ultimi requisiti formali richiesti sono la pubblicazione del Documento di Ammissione, il cui contenuto è stato già esaminato precedentemente (paragrafo 3.6.3), e la dotazione obbligatoria di un sito web. Pertanto non è previsto alcun altro requisito formale in merito per esempio alla capitalizzazione di mercato così come al Comitato Controllo e Rischi o a quello di Remunerazione.

Invece i requisiti formali richiesti nella fase successiva alla quotazione fanno principalmente riferimento all'informativa e al fatto che le società debbano mantenere in via continuativa sia il Nomad che lo Specialist. Nel particolare Borsa Italiana prevede l'obbligo di informativa finanziaria che consiste nella pubblicazione dei dati sia semestrali che annuali, ma non anche trimestrali, come accade per esempio per il mercato MTA. Il regolamento AIM prevede inoltre l'obbligo di pubblicare informazioni *price sensitive* (comunicazione di informazioni privilegiate come quelle relative a operazioni straordinarie o alla compravendita di *asset*) e sulle operazioni societarie considerate rilevanti (con parti correlate, *reverse take-overs*, che determinano un cambiamento dell'attività).

Per comprendere al meglio tali requisiti è opportuno confrontarli anche con quelli del mercato MTA e del segmento STAR sintetizzati nelle seguenti tabelle.

³¹P. Iovenitti: Questioni di strategia mobiliare

³²Borsa Italiana: i requisiti formali in fase di IPO

Tabella 4

REQUISITI FORMALI IN FASE DI IPO			
	STANDARD	STAR	AIM ITALIA
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci Certificati	3	3	1
Principi Contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o Internazionali
Offerta	Istituzionali/ Retail	Istituzionali/ Retail	Istituzionale
Altri documenti	Prospetto Informativo/SCG/ Piano ind./ QMAT	Prospetto Informativo/SCG/ Piano ind./ QMAT	Documento di Ammissione
Market cap	Min € 40 milioni	Min € 40 mln- Max € 1 mld	Nessun requisito formale
CDA (n° indipendenti)	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato controllo e rischi	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato remunerazione	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Investor Relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor/ Global coordinator	Sponsor/ Global coordinator	Nomad

Fonte: BDO

Tabella 5

REQUISITI FORMALI POST IPO			
	STANDARD	STAR	AIM ITALIA
Cod. Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio	Obbligatorio
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie
OPA	30% obbligatoria, 60% preventiva, 90-95% residuale	30% obbligatoria, 60% preventiva, 90-95% residuale	OPA statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi	Procedure e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	Si	Si	No
Dati semestrali	Si	Si	Si
Dati annuali	Si	Si	Si

Fonte: BDO

Invece, per quanto riguarda i requisiti sostanziali, essi sono di difficile individuazione dato che non si tratta di regole scritte, pertanto non è possibile stimarne un elenco esaustivo. I requisiti sostanziali fanno riferimento agli aspetti che concorrono ad aumentare la capacità della società emittente di creare

valore per i propri stakeholders. Per comprenderli meglio consideriamo l'elenco pubblicato da Borsa Italiana ³³sul proprio sito web nella sezione dedicata al mercato AIM Italia:

- Orientamento alla creazione di valore;
- Strategia chiara e sostenibile;
- Trasparenza contabile;
- Buon posizionamento competitivo;
- Autonomia gestionale;
- Ricavi e marginalità in crescita;
- Valida struttura manageriale;
- Struttura finanziaria solida.

Anche se non si tratta di requisiti formalizzati sono considerati comunque molto importanti dato che ne viene verificata la presenza nonostante il positivo accertamento dei requisiti formali. Non è quindi sufficiente per una società dotarsi esclusivamente dei requisiti formali dato che sono richiesti anche quelli sostanziali.

³³ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/requisitiaimitalia/requisitiaimitalia.htm>

4. L'esempio di Bio-On

Questo capitolo, così come il quinto, è dedicato a fornire un esempio pratico degli aspetti finora analizzati relativi al mercato AIM. Tramite una breve analisi di queste piccole e medie imprese innovative è possibile avere un quadro più completo degli aspetti reali che caratterizzano la vita di un'azienda. È infatti importante conoscere la storia dell'azienda evidenziando come negli anni si sia evoluta e sviluppata, quali siano i prodotti che le permettono di avere successo sul mercato e tutti i fattori fondamentali per lo sviluppo e la crescita di tale impresa. È interessante tener conto anche degli elementi innovativi che le assicurano una crescita costante e di entrare a far parte di quella categoria particolare di piccola e media impresa che è stata esaminata nel capitolo 2. Tutti questi aspetti saranno dunque analizzati nei seguenti paragrafi.

4.1 La storia della società

La società è nata nel 2007 sotto forma di S.r.l. e nel 2014 è stata trasformata in Società per Azioni. È una società che nasce e si sviluppa dall'idea di Marco Astorri e Guy Cicognani. Il primo è figlio di due agricoltori pertanto ha da sempre avuto molto rispetto per la natura e una conoscenza approfondita della materia.

È la storia di una intuizione rivoluzionaria nata per caso da una semplice domanda: Come si può fare a continuare ad utilizzare un materiale plastico senza causare alcun danno all'ambiente? Tale domanda, posta ad Astorri da un cliente, rappresentò la scintilla che fece accendere in lui la curiosità. Questa diventa dunque la sua sfida che vende la propria azienda di skipass e nel 2007 inizia a pensare ad alcune possibili soluzioni. In tale anno i due soci hanno cercato se esistessero già dei brevetti da cui partire per vedere se potevano sviluppare la propria idea. Sono partiti da una tecnologia scoperta all'inizio del '900 in Francia che si basava sull'utilizzo di scarti agricoli per produrre polimeri e dunque plastica. Da questa scoperta hanno capito che non è stato l'uomo a creare la plastica, ma la natura. Si può dire infatti che la plastica esisteva già da milioni di anni in quanto i batteri producono una riserva di energia al loro interno che è poliestere ovvero la bio-plastica. Quest'ultima è integralmente e totalmente biodegradabile pur avendo le stesse caratteristiche meccaniche e fisiche della plastica che quotidianamente viene utilizzata. L'aspetto innovativo risiede dunque nella derivazione vegetale e nel fatto che questa plastica sia biodegradabile al 100%, non inquinando dunque l'ambiente. È infatti necessario oggi giorno *“turn off pollution and turn on the bio”*³⁴.

³⁴ www.Bio-on.it

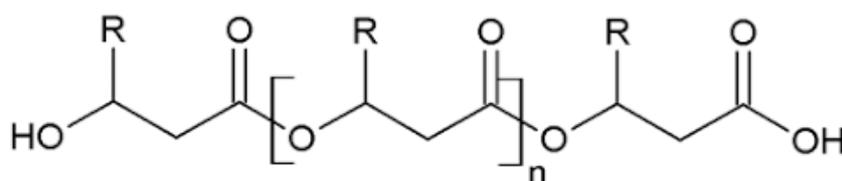
È la storia quindi di due soci che hanno intrapreso una sfida importante che inizialmente era stata appoggiata solamente da una cooperativa di agricoltori che ha creduto nella loro invenzione e ha dato loro fiducia. Inoltre, la loro sfida parte nel momento in cui hanno acquistato i primi cinque brevetti alle Hawaii. Grazie a tali proprietà intellettuali hanno potuto sviluppare e iniziare la loro azienda. Da allora la ricerca è andata avanti e l'azienda ha trovato il modo di produrre la bio-plastica tramite i batteri. Anche il modo in cui tale plastica è realizzata è innovativo dato che tutto il processo si basa sulla fermentazione non producendo quindi inquinamento. Nasce così una *Intellectual Property Company* (IPC) che basa la sua attività sulla concessione di licenze per l'utilizzo delle proprie invenzioni.

È importante sottolineare che la nuova chimica, la chimica verde, si basa sempre più sull'agricoltura e nel particolare sugli scarti che essa produce. È una storia dunque di una sfida molto difficile che, almeno fino ad oggi, sta portando i due soci alla vittoria.

4.2 Overview della società: la descrizione dell'attività

Bio-On è dal 2017 una piccola e media impresa innovativa³⁵ che opera nel capo delle biotecnologie realizzando materiali ecosostenibili e interamente biodegradabili. Nel particolare, Bio-On è una Intellectual Property Company (IPC) che produce plastica biodegradabile del tipo PHA utilizzando una tecnologia di cui è proprietaria che si basa sull'utilizzo degli scarti vegetali e dei batteri. Il prodotto di base è Minerv-PHA, un polidrossialcanoato³⁶ la cui struttura è la seguente:

Figura 10



Fonte: Bio-On

È un'azienda dunque che si sviluppa costantemente e continuamente anche perché attualmente le bio-plastiche coprono ancora una bassissima percentuale (0,64%) dell'intero fabbisogno, ma potranno arrivare a sostituire fino all'85% della plastica attuale.³⁷ È importante sottolineare che un materiale

³⁵ Bio-On S.p.A. ha ricevuto il 7 aprile 2017 la qualifica di PMI innovativa presso la Camera di Commercio di Bologna ai sensi della legge di Stabilità 2017.

³⁶Business Insider: Bio-On la società italiana che produce plastica biodegradabile al 100%

³⁷Bio-On: Equity company note

plastico può essere definito “bio-plastica” se è derivato dalla biomassa (“biobased”) e/o se è biodegradabile³⁸.

Proprio per queste due caratteristiche nei prossimi anni aumenterà la richiesta di tale materiale ecosostenibile e biodegradabile in quanto molti paesi, resosi conto dei danni recati all’ambiente, stanno prendendo delle iniziative per cercare di limitare e ridurre l’utilizzo di materiali non riciclabili come la plastica. Infatti un esempio può essere quello relativo al divieto dell’utilizzo della plastica usa e getta previsto dall’Unione Europea di cui una grossa percentuale si ritrova nelle acque marine.

L’attività principale di questa azienda consiste quindi nella ricerca e nello sviluppo di idee e metodologie innovative finalizzate alla creazione di materiali completamente biodegradabili e che non danneggino l’ambiente.

Oltre a questa attività, Bio-On svolge anche una serie di servizi accessori per la produzione di plastica del tipo PHA. Nel particolare la società offre tali servizi in vari settori che vanno dall’automotive e l’elettronica alla farmaceutica e cosmetica. Al Salone del Mobile di Milano del 2019, per esempio, è stato presentato il primo mobile della marca “Kartell” realizzato interamente con la plastica rivoluzionaria del tipo PHA, biodegradabile al 100%, così come è stata presentata la crema solare “MyKAI”, linea nata dalla collaborazione di Bio-On e Unilever, che grazie alle sue caratteristiche innovative è in grado di proteggere sia la pelle che l’ambiente.

Figura 11



Fonte: Bio-On

In aggiunta, Bio-On è dal 2018 attiva anche nella produzione diretta di PHAs con particolare riferimento al settore cosmetico. Con la “Minerv Bio Cosmetics” la società vuole sostituire le microperline, contenute nella stragrande maggioranza dei cosmetici in circolazione, che sono

³⁸La biodegradazione è un processo naturale in cui dei microrganismi convertono le sostanze organiche in sostanze naturali come l’anidride carbonica.

considerate dannose per l'ambiente, con una particolare bio-plastica. Per fare ciò ha inaugurato un nuovo stabilimento nei pressi di Bologna che è controllato da Bio-On plants.

Recentemente, Bio-On ha creato un nuovo prodotto che si basa su una invenzione rivoluzionaria per il mondo del tabacco. In particolare, si tratta di un liquido polimerico naturale biodegradabile da utilizzare nel filtro delle sigarette, in sostituzione della triacetina, in grado di proteggere l'uomo fino al 60% dalle sostanze nocive.³⁹

4.3 Azionariato e corporate governance

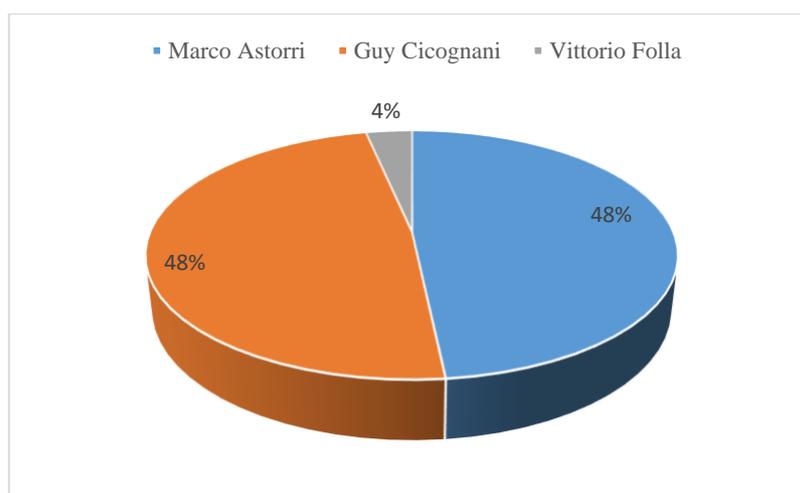
Inizialmente la società era stata costituita sotto forma di Società a Responsabilità Limitata. Sette anni dopo è stata trasformata in società per azioni (Bio-On S.p.A.) con un contestuale aumento di capitale. Alla data della quotazione, l'azionariato di Bio-On era diviso nel seguente modo:

- Capsa S.r.l. possedeva la partecipazione del 75%;
- Marco Astorri possedeva la partecipazione del 12,50%;
- Guy Cicognani possedeva la partecipazione del 12,50%.

La società Capsa S.r.l. era una società le cui partecipazioni erano divise nel seguente modo (*figura 12*):

- Il 48,33% apparteneva a Marco Astorri;
- Il 48,33% apparteneva a Guy Cicognani;
- Il 3,34% apparteneva a Vittoria Folla.

Figura 12

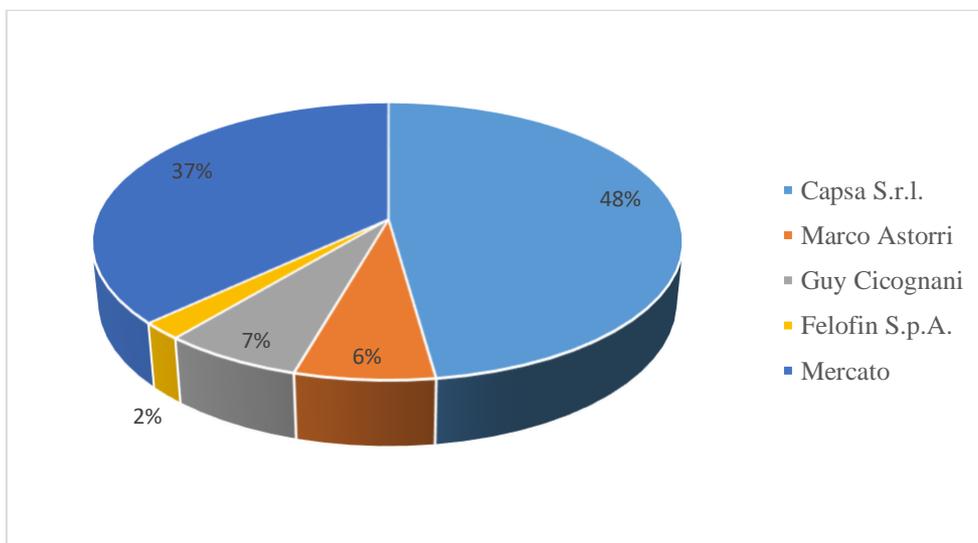


Fonte: elaborazione propria

³⁹ Cfr. il paragrafo 4.4

Invece, attualmente l'azionariato è variato. La società Capsa S.r.l. possiede il 47,81%, mentre Astorri e Cicognani possiedono entrambi una partecipazione pari al 6,60%. Inoltre, una quota del 2% è posseduta da Felofin S.p.A., una società che controlla la già citata Kartell. Il flottante sul mercato ha raggiunto alla fine del 2018 il 36,99%.

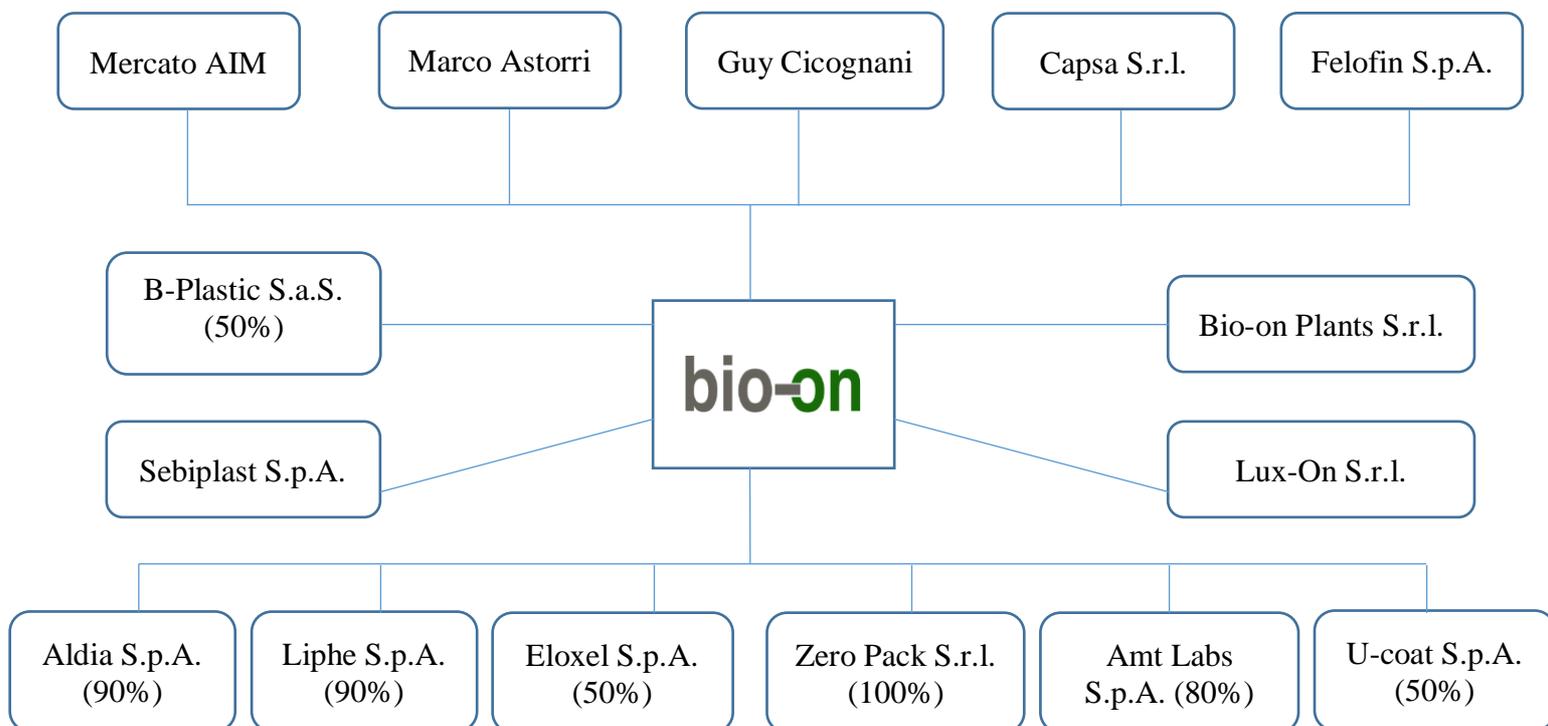
Figura 13



Fonte: elaborazione propria

Il gruppo negli anni ha costituito una serie di nuove collaborazioni ed è attualmente strutturato nel seguente modo:

Figura 14



Fonte: Bio-On

Le joint-ventures sono le seguenti:

- B-Plastic S.a.S. con cui Bio-On collabora per la creazione e lo sviluppo di nuove tecnologie che possono essere commercializzate in Francia, dato che si tratta di una società di diritto francese.
- Sebiplast S.p.A. è nata nel 2015 con l'obiettivo di creare un impianto di PHA integrato con Eridania S.p.A. che si occupa della produzione dello zucchero da barbabietole. In questo caso Bio-On si occupa di sviluppare il prodotto e di trovare la strategia di marketing opportuna per commercializzarlo.
- Bio-On Plants è controllata interamente da Bio-On e si occupa della gestione degli stabilimenti produttivi.
- Lux-on S.r.l. è stata costituita alla fine del 2018 insieme a Hera al fine di sviluppare una tecnologia rivoluzionaria per la produzione di biopolimeri partendo dall'anidride carbonica (CO₂).
- Aldia S.p.A. è nata per gestire la collaborazione con Unilever. Come evidenziato precedentemente Bio-On e Unilever hanno iniziato una collaborazione alla fine del 2018 per lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti solari che non contengano delle plastiche dannose per l'ambiente.
- Liphe S.p.A. è stata creata per favorire la collaborazione, insieme ad Aldia, con Unilever per quanto riguarda però i prodotti "oral care".
- Eloxel S.p.A. è controllata al 50% da Bio-On e al 50% da Kartell e si occupa dello sviluppo di plastica biodegradabile per il settore dell'elettronica organica ⁴⁰.
- Zero Pack S.p.A. che si occupa della produzione e dello sviluppo del packaging ad uso alimentare con particolare riferimento al settore ortofrutticolo.
- Amt Labs S.p.A. è stata inaugurata all'inizio del 2018 con il fine di sviluppare dei nuovi materiali completamente biodegradabili per il mondo del tabacco. In questo caso Bio-On ha una partecipazione dell'80% e Gima TT del 20%. Quest'ultima è controllata da IMA S.p.A., sempre una società nata nei pressi di Bologna e divenuta leader mondiale per la progettazione di macchine per il packaging.
- U-coat S.p.A. è nata a giugno 2018 con l'obiettivo di produrre fertilizzanti biodegradabili in grado di non lasciare scarti nel terreno.

⁴⁰ Finanza Report: Bio-On, joint venture con Kartell per bioplastica in elettronica

Da questo breve elenco di tutte le collaborazioni intraprese dalla società è possibile notare come Bio-On promuova lo sviluppo e l'innovazione costantemente, anche ricercando collaborazioni nel mondo e creando delle *joint-ventures* che permettono una crescita e uno sviluppo più rapido. Infatti questo tipo di collaborazione permette di unire le competenze delle partecipanti alla *joint-venture*, così come le risorse, al fine di conseguire un obiettivo e risultato comune.

Oltre a questo tipo di collaborazioni, Bio-On, per far fronte a una domanda sempre più diversificata e a un contesto ambientale fortemente dinamico in continua evoluzione e cambiamento, ha recentemente riorganizzato la propria struttura, dividendola in 6 divisioni:

1. Bio-On plants che si occupa della gestione degli stabilimenti produttivi e di nuove produzioni ad uso cosmetico;
2. Bio-On cns (Cosmetic, Nanomedicine & Smart Materials) che si occupa della commercializzazione dei biomateriali;
3. Bio-On smd (Structural Material Development) che si occupa dell'attività di ricerca e sviluppo;
4. Bio-On raf (Recovery & Fermentation) si occupa della ricerca di ulteriori scarti vegetali da sfruttare e fermentare per creare delle nuove tipologie di plastiche;
5. Bio-On eng (Engineering) che si occupa dello sviluppo e ricerca della documentazione necessaria per sviluppare le idee innovative dell'azienda;
6. Bio-On fdm (Fashion Development Materials) che si occupa di nuovi materiali che possono essere destinati al mondo della moda.

Invece, per quanto riguarda la governance, gli organi sociali di Bio-On sono i seguenti:

- Assemblea degli azionisti;
- Consiglio di Amministrazione;
- Collegio Sindacale.

Partecipano al consiglio di Amministrazione Marco Astorri che ne è Presidente, il Vice Presidente Guy Cicognani, l'amministratore Vittorio Folla e l'amministratore indipendente Gianni Lorenzoni.

Il collegio sindacale è invece composto da Gianfranco Capodaglio che ne è il presidente, da Giuseppe Magni e Vittorio Agostini che sono, invece, sindaci effettivi.

La società incaricata della revisione legale dei conti è Ernest Young.

4.4 Le certificazioni dell'azienda

Alla data della quotazione (2014), Bio-On aveva presentato domanda per vari brevetti per invenzione industriale o per processi di produzione. Nel documento di ammissione sono riportati e descritti nove brevetti di cui Bio-On è titolare (fino al 2014). Alle pagine 62 e 63 di tale documento viene descritto il contenuto del brevetto, chi ne è l'inventore, i paesi in cui è riconosciuto e la data e il numero di deposito.

Bio-On è una Intellectual Property Company (IPC) pertanto la sua attività principale risiede nella ricerca di tecnologie innovative per lo sviluppo di nuovi materiali ecocompatibili al fine di concedere licenze poi ai propri clienti. Fino al momento della quotazione aveva però deciso di non brevettare le proprie invenzioni rivoluzionarie sia per non rivelare al mondo intero le proprie scoperte, sia per sfruttare la durata del brevetto (circa 20 anni) per un maggiore tempo. Nel momento in cui però ha deciso di registrare tali proprietà intellettuali è divenuta una Intellectual Property Company. Infatti, tramite una solida struttura di ricerca e sviluppo, l'obiettivo principale di Bio-On è quello di trovare delle invenzioni da brevettare. Uno dei brevetti più importanti è il Minerv Biorecovery ovvero il brevetto per le bonifiche ambientali e il biorisanamento di inquinamento da idrocarburi⁴¹. In particolare, le bio-plastiche prodotte da Bio-On (PHAs) sono in grado di riassorbire tutti i prodotti inquinanti che sono presenti nel mare in circa venti giorni.

Un altro brevetto molto importante è quello annunciato il 3 giugno 2019 che si basa sull'invenzione di un liquido polimerico biodegradabile basato sempre sulla bio-plastica prodotta da Bio-On, Minerv-PHA, che è idonea a sostituire la triacetina che è contenuta nei filtri delle sigarette (*figura 15*). Tramite questa sostituzione, si introduce un filtro che è in grado di ostacolare fino al 60% delle sostanze dannose per l'uomo senza modificare il sapore della sigaretta e che è soprattutto completamente biodegradabile. Marco Astorri, Presidente di Bio-On, ha definito questa innovazione rivoluzionaria per il mondo del tabacco e sottolinea l'importanza del lavoro effettuato dalla divisione CNS⁴² e dai ricercatori americani.

⁴¹ Il Sole 24 Ore: Brevetto rivoluzionario di Bio-On per ripulire i mari dal petrolio in 15 giorni

⁴² Cfr. il paragrafo 4.3

Figura 15



Fonte: Bio-On

4.5 La valutazione della performance aziendale

Per valutare la performance economico finanziaria di Bio-On si è deciso di costruire le seguenti tabelle:

Tabella 6

Conto Economico	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ricavi di vendita	1.297.800	2.485.000	8.010.889	4.444.792	10.080.722	50.346.519
Altri ricavi	204.496	221.570	434.681	580.961	672.481	378.113
Valore della produzione	1.502.296	2.706.570	8.445.570	5.025.753	10.753.203	50.724.632
Costi	-932.044	-1.587.335	-3.436.462	-3.814.801	-3.777.807	-7.549.361
<i>per servizi</i>	-589.329	-959.461	-2.343.755	-2.372.935	-2.186.922	-4.866.741
<i>per personale</i>	-342.715	-627.874	-1.092.707	-1.441.866	-1.590.885	-2.682.620
Altri costi	-124.773	-89.406	-102.618	-237.679	-310.430	-1.121.976
EBITDA	445.479	1.029.829	4.906.490	973.273	6.664.966	42.053.295
EBITDA MARGIN	0,34	0,41	0,61	0,22	0,66	0,84
D&A	-137.111	-175.488	-1.399.988	-537.601	-296.177	-2.433.616
EBIT	308.368	854.341	3.506.502	435.672	6.368.789	39.619.679
Proventi finanziari	16.321	4.281	8.914	4.587	209.757	430.928
Oneri finanziari	-1.514	-27.385	-37.332	-58.573	-144.013	-30.470.377
EBT	323.175	831.237	3.478.084	381.686	6.434.533	9.580.230
Imposte	-187.168	-316.236	-468.860	-23.997	-1.201.967	2.351.407
Risultato netto di esercizio	136.007	515.001	3.009.224	357.689	5.232.566	11.931.637

Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

Tabella 7

Conto Economico	2013	Variazione 2013-2014	Variazione 2014-2015	Variazione 2015-2016	Variazione 2016-2017	Variazione 2017-2018
Ricavi di vendita	1.297.800	91%	222%	-45%	127%	399%
Altri ricavi	204.496	8%	96%	34%	16%	-44%
Valore della produzione	1.502.296	80%	212%	-40%	114%	372%
Costi	-932.044	70%	116%	11%	-1%	100%
<i>per servizi</i>	-589.329	63%	144%	1%	-8%	123%
<i>per personale</i>	-342.715	83%	74%	32%	10%	69%
altri costi	-124.773	-28%	15%	132%	31%	261%
EBITDA	445.479	131%	376%	-80%	585%	531%
EBITDA MARGIN	0,34	21%	48%	-64%	202%	26%
D&A	-137.111	28%	698%	-62%	-45%	722%
EBIT	308.368	177%	310%	-88%	1362%	522%
Proventi finanziari	16.321	-74%	108%	-49%	4473%	105%
Oneri finanziari	-1.514	1709%	36%	57%	146%	21058%
EBT	323.175	157%	318%	-89%	1586%	49%
Imposte	-187.168	69%	48%	-95%	4909%	-296%
Risultato netto di esercizio	136.007	279%	484%	-88%	1363%	128%

Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

Le tabelle 6 e 7 coprono un arco temporale superiore a quello considerato nell'analisi economico finanziaria di Grifal, ma proprio questo periodo temporale più lungo permette di evidenziare il primo dato più evidente per questa azienda: la crescita. Partendo dall'analisi dei ricavi (*figura 16*), che permette di inquadrare immediatamente la dimensione dell'azienda in considerazione, è possibile notare che essi sono contraddistinti da un tasso di crescita sconvolgente. Infatti il tasso di crescita dei ricavi dal 2013 al 2018 risulta avere una media del 158,8%. Si passa dai 1,298 milioni del 2013 ai 50,724 del 2018. Il dato risulta ancor più rilevante se si considera la situazione economica italiana dell'ultimo decennio la cui crescita risulta essere di minima intensità e in certi anni addirittura in recessione. Questo andamento è interrotto esclusivamente nel 2016 dove i ricavi subiscono una riduzione del 45%. Tale diminuzione è dovuta essenzialmente al differimento all'anno successivo della

decorrenza di importanti contratti di licenza che erano stati inizialmente previsti dal piano industriale con effetto dal 2016.⁴³

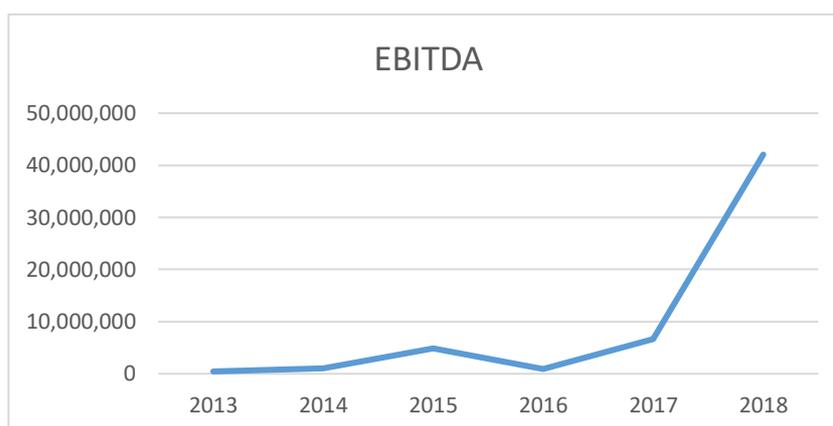
Figura 16



Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

La crescita dei ricavi si riflette su tutte le altre macro grandezze di conto economico. L'EBITDA (figura 17) infatti risulta avere un tasso di crescita più che proporzionale rispetto ai ricavi per tutto il quinquennio preso in considerazione. Questo dato sottolinea come la crescita aziendale sia pura ossia non influenzata da situazione momentanee, da particolari dismissioni o da politiche di bilancio espansive. Il tasso di crescita medio dei cinque anni risulta pari al 308,6% un dato veramente impressionante.

Figura 17



Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

⁴³ Relazione sulla gestione del bilancio consolidato al 31/12/2016 eseguita da PwC

Il reddito operativo o EBIT risulta replicare quasi specularmente il tasso di crescita dell'EBITDA senza mostrare particolari differenze. Gli ammortamenti risultano presentare le variazioni più ingenti negli anni 2015 e 2018 ciò risulta in linea in quanto si tratta degli anni dove si assiste a un aumento del capitale investito dovuto ad un maggiore investimento di immobilizzazioni soggette ad ammortamento.

Passando infine agli utili (*figura 18*), essi sono caratterizzati da una crescita molto importante, tuttavia presentano un andamento più altalenante rispetto alle grandezze viste precedentemente. Fatta eccezione per il 2016 dove tutti i dati sono in perdita per le ragioni di cui sopra. La variazione più consistente si ha tra il 2016 e il 2017 dove si assiste ad un incremento degli utili del 1363%. Dal 2013 al 2018 si è passati da 136 mila euro di utili a sfiorare i 12 milioni, un numero davvero impressionante se si considera la situazione di partenza.

Figura 18



Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

Tabella 8

Stato Patrimoniale	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PN	352.886	5.741.351	15.798.971	14.463.040	47.423.069	59.262.977
PFN	277.832	3.720	7.645.135	3.345.003	24.225.785	-22.540.016
CIN	75.054	2.020.979	8.153.836	11.118.037	23.197.284	81.995.784

Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

Considerando invece l'analisi dello stato patrimoniale (*tabella 8*) il dato più significativo risulta la Posizione Finanziaria Netta calcolata sottraendo dai *Cash and Cash Equivalent* le passività finanziarie a breve e a lungo termine corrette per i crediti di natura finanziaria. La PFN risulta essere sempre positiva tranne per il 2018 quando diviene di segno negativo. Ciò sottolinea lo scarso utilizzo del debito

da parte dell'azienda fino al 2018, la variazione in termini di valore assoluto è di oltre quaranta milioni di euro. Il 2018 come si può notare è caratterizzato da una quadruplicazione del capitale investito netto, per sostenere i nuovi investimenti in immobilizzazioni l'azienda ha dovuto ricorrere all'indebitamento. Tuttavia paragonando la PFN all'EBITDA si può notare come il debito in essere sia tranquillamente controllabile da Bio-On. Probabilmente il ricorso alla quotazione ha permesso alla società di trovare fonti alternative di capitale per non appesantire la struttura finanziaria.

Il Capitale Investito netto come precedentemente sottolineato risulta in costante aumento, gli investimenti (CAPEX) risultano essere molto superiori agli ammortamenti, questo evidenzia ulteriormente il forte periodo di crescita di Bio-On. Il periodo che mostra una variazione più elevata risulta il 2017-2018 dove si passa da circa 20 milioni di capitale investito netto a 80. Se si considera che nell'arco di cinque anni il capitale investito è passato da circa 75 mila euro a oltre 82 milioni si intuisce immediatamente la spinta espansiva che sta accompagnando l'azienda.

Il patrimonio netto della società ha subito la variazione più rilevante in termini relativi nel 2014 dove è passato da circa 353 mila euro a quasi 5.75 milioni. Ciò non è un caso in quanto il 2014 coincide con il momento della quotazione della società. Nel periodo temporale preso in considerazione questo è poi triplicato ogni anno fatta eccezione per il 2016.

Tabella 9

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	39%	9%	19%	2%	11%	20%
ROS	24%	34%	44%	10%	63%	79%
ROI	411%	42%	43%	4%	27%	48%

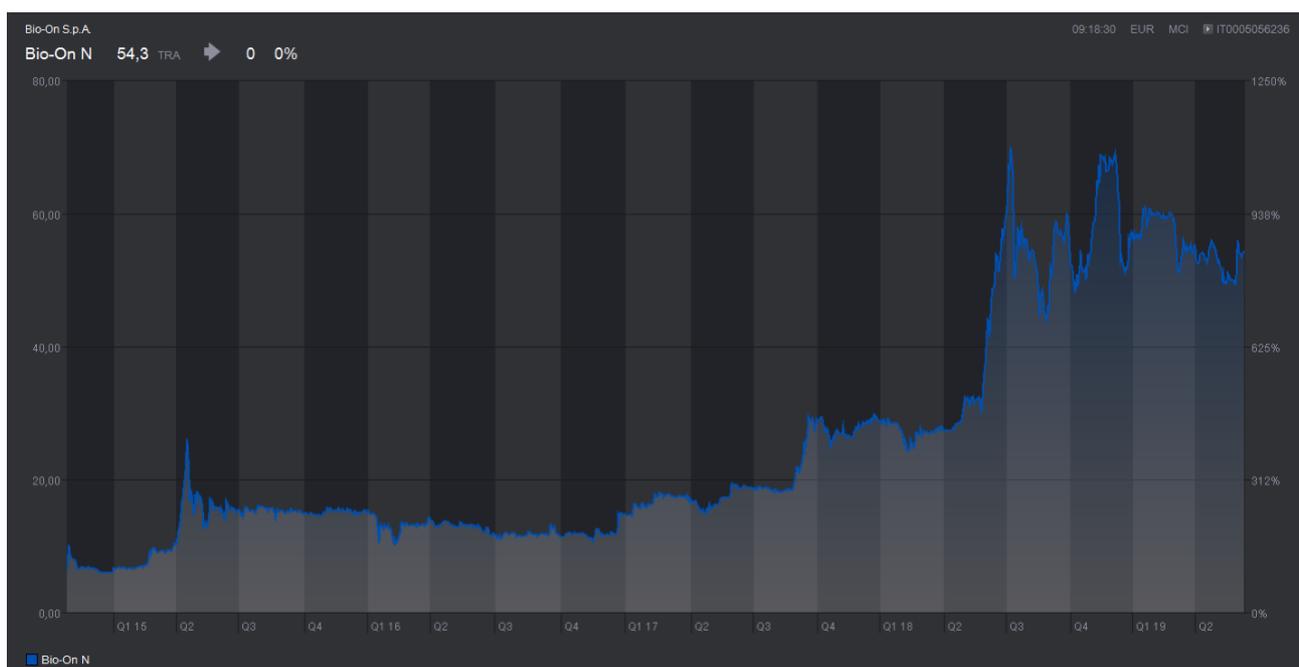
L'analisi si focalizza infine sugli indici (tabella 9). Partendo dall'indice della redditività per gli azionisti (ROE⁴⁴), senza considerare il 2013 che risulta un anno anomalo dove l'azienda non era del tutto strutturata, si può notare come la redditività risulta essere particolarmente significativa nel 2015 e nel 2018. Nel 2015 poiché la variazione relativa degli utili è stata molto significativa e nel 2018 perché la PFN è diventata negativa. Facendo ricorso al debito infatti si è utilizzata leva finanziaria che ha fatto esplodere la redditività per gli azionisti.

⁴⁴ $ROE = \text{RISULTATO NETTO} / \text{PN}$

Il ROS⁴⁵ risulta essere in costante aumento fatta eccezione per il 2016. L'incremento di questo indice sottolinea il miglioramento in termini di efficienza dell'azienda.

Il ROI⁴⁶ risulta avere un andamento più altalenante ma chiude il quinquennio in crescita. Dato l'enorme aumento del Capitale investito questo risultato risulta essere molto positivo. L'azienda è immediatamente in grado di far generare redditività al suo capitale investito. Questo indice è un ulteriore elemento che sottolinea l'efficienza operativa di BIO ON.

Figura 19



Fonte: Borsa Italiana

Si conclude la valutazione finanziaria con l'analisi dell'andamento azionario di Bio-On nel periodo che va dal 2015 al 2019. Come si vede dal Grafico, fino al primo trimestre del 2018, l'andamento azionario è stato abbastanza lineare, fatta eccezione per il picco che si è registrato nel secondo trimestre del 2015 dove c'è stata la seconda variazione dei ricavi più importante, prima di quella del 2018. Inoltre, nel secondo semestre del 2015, Hera ha rinnovato e rafforzato la partnership con Bio-On. È poi evidente dal grafico che il prezzo delle azioni è stato pressoché costante nel periodo che va dalla metà del 2015 all'inizio del 2018.

⁴⁵ $ROS = \frac{EBIT}{VENDITE\ NETTE}$

⁴⁶ $ROI = \frac{EBIT}{CIN}$

Nel secondo trimestre di quest'anno, il prezzo delle azioni è aumentato vertiginosamente. Il 2018 è stato un anno molto significativo per la società. Infatti ad aprile Bio-On annuncia l'ampliamento dei propri laboratori di ricerca e contestualmente lancia una linea di SPF (Sun Protection Factor) contenente la bio-plastica completamente riciclabile sviluppata dalla stessa Bio-On. A giugno è stato inoltre inaugurato il primo impianto produttivo destinato alla produzione delle bio-plastiche per il settore cosmetico. Infine sempre in tale periodo Bio-On rende nota la costituzione di una nuova società in collaborazione con GIMA TT finalizzata alla ricerca e allo sviluppo di soluzioni innovative per il settore del tabacco. Proprio con riferimento a quest'ultima collaborazione, il 3 giugno 2019 Bio-On e GIMA TT hanno annunciato la scoperta rivoluzionaria del mondo del tabacco, spiegata al paragrafo 4.4, è interessante notare che solo in tale giornata le azioni hanno registrato un aumento del prezzo del 9%. Infine, mi preme sottolineare la crescita esponenziale che questa azienda ha registrato tramite un dato relativo sempre al prezzo di vendita: nel 2014 le azioni vennero valutate circa 5€, oggi, invece, per acquistare un'azione di Bio-On sono necessari quasi 57€.

5. L'esempio di Grifal.

Grifal è una piccola e media impresa che ha debuttato sul mercato AIM il 1° giugno 2018, giorno in cui le negoziazioni sono iniziate. L'Amministratore Delegato e Presidente della società, Fabio Gritti, in occasione dell'ammissione alla quotazione, ha sostenuto che il mercato AIM Italia fosse necessario ed opportuno per lo sviluppo di *“un'impresa tecnologica con cinquanta anni di storia ma con un alto potenziale di crescita, quale è GRIFAL”*⁴⁷. L'analisi di questa società è quindi volta a fornire un esempio pratico dei capitoli sopra esposti, evidenziandone gli aspetti organizzativi, economici e finanziari.

5.1 La storia della società

Grifal è una società che è dal 1969, anno in cui è stata creata, sinonimo di qualità ed innovazione nel packaging e negli imballaggi. Grifal è la storia di una dinastia familiare che presenta le caratteristiche comuni alla maggior parte delle imprese familiari italiane quali la lenta apertura verso il mercato dei capitali e la volontà di mantenere il controllo all'interno della famiglia evitando di coinvolgere degli attori esterni.

Nonostante tale premessa, in una recente intervista l'amministratore delegato e presidente Fabio Gritti, da quaranta anni alla guida di Grifal, ha dimostrato l'interesse della società alla quotazione al fine di raccogliere il capitale che le permetta e favorisca la crescita.

È una società cresciuta a Cologno, nei pressi di Bergamo, che in circa cinquanta anni è riuscita a divenire un'azienda di riferimento del proprio mercato (delle soluzioni d'imballo) grazie anche alla propria capacità di innovare sia i propri prodotti che i processi produttivi. È la storia di una famiglia che dal 1969 si dedica quotidianamente allo sviluppo e alla crescita della propria fabbrica, perché è proprio grazie alla dedizione dei familiari e dei dipendenti collaboratori da essi scelti che questa piccola e media impresa innovativa è riuscita a diventare una delle *“top performer”*.⁴⁸ Infatti nell'ultimo ventennio si è sempre più specializzata e focalizzata nella progettazione di imballaggi particolari ed innovativi in grado di soddisfare le esigenze dei clienti. L'azienda è proprietaria di un software che le permette l'efficienza dei propri processi produttivi. Quest'ultima si traduce in minori costi di produzione e di conseguenza anche in minori costi di acquisto per i clienti (E-voluted system). Nello specifico, nel 2003 è stato creato Mondaplen un prodotto di plastica ondulato che permette un imballaggio economico e sicuro dei prodotti. Nel 2010 la società si integra verticalmente nella

⁴⁷ www.grifal.it

⁴⁸ Milano Finanza: le top performer su AIM Italia (P. Albricci)

produzione delle macchine di ondulazione costituendo Mondaplen Tech Srl. Questo particolare imballaggio ondulato permette di risparmiare un grande quantitativo di materia prima quindi è particolare conveniente, ma comunque resistente a forti urti. Grifal con i propri prodotti è stata protagonista in molte fiere ed eventi come ad esempio al Vinitaly, al Salone del Mobile e all'altresì famoso Fuorisalone di Milano, alla Fiera del Giocattolo o alla mostra "Art or Sound" della fondazione Prada. In tutti questi eventi Grifal ha avuto un ruolo molto importante con i diversi prodotti offerti: Ad esempio, dal 2014 in poi, a Vinitaly è stato utilizzato il prodotto Mondaplen per l'imballaggio delle bottiglie del vino oppure alla settimana del mobile erano state realizzate delle sedute di design sempre con lo stesso materiale. Altro esempio interessante riguarda il fatto che UPS abbia scelto come fornitore dei propri imballaggi Grifal per il trasporto delle bottiglie contenenti l'olio. Tutti questi esempi finora citati è opportuno considerarli perché hanno contribuito a dare una visibilità internazionale all'azienda, fondamentale per lo sviluppo e la crescita anche all'estero. È interessante sottolineare che Grifal è presente anche in Germania dal 2017 e a breve lo sarà anche in Romania.

Gli anni tra il 2015 e il 2018 hanno però rappresentato la svolta per l'azienda. Nel maggio del 2015, alla fiera del packaging IPACK IMA, cui partecipano le migliori aziende del settore, il CEO Fabio Gritti ha presentato il prodotto innovativo "cArtù" realizzato interamente in carta data l'esigenza da parte dell'azienda di proporre un prodotto che rispetti l'ambiente e che fosse in linea con quanto richiesto dai clienti. Il prodotto è stato poi lanciato nel 2017 anche in Germania. Tale cartone rinnovabile al 100% ha richiesto uno studio approfondito da parte dell'azienda, la quale ha proposto una rivisitazione in cartone delle onde e del relativo spessore del materiale precedente realizzato (Mondaplen) per venire in contro alle esigenze *green* dei consumatori. Questo prodotto, grazie alle onde che lo caratterizzano, è comunque molto resistente anche alle forti compressioni garantendo dunque l'imballo e siccome è realizzato in carta è molto leggero e agile da trasportare.

Pertanto ciò che emerge da questa dovuta breve premessa è sicuramente la volontà da parte di questa azienda di creare prodotti di imballaggio sempre con caratteristiche innovative significative e non marginali. È proprio questa continua innovazione che le ha permesso una crescita sostenuta anche nel recente periodo di crisi.

5.2 Overview della società: la descrizione dell'attività

Grifal è una piccola e media impresa innovativa che pertanto opera nel campo dell'innovazione e della tecnologia fornendo al mercato delle soluzioni innovative per l'imballaggio e soprattutto eco-compatibili. Giulia Gritti, consigliere e responsabile del marketing, ha fatto notare in un'intervista che l'imballaggio non può essere eliminato, ma può essere eco-compatibile. La sfida infatti per le società del ventunesimo secolo è proprio quella di proporre prodotti e servizi sempre più *green*. Grifal già nel

2003 aveva fatto un passo importante in tale direzione con l'introduzione dell'ondulazione del *foam* e l'utilizzo di materiali riciclabili. L'imballaggio è infatti realizzato da Grifal sia con il cartone con caratteristiche innovative che con il polietilene espanso.

Grifal è un'azienda caratterizzata da un elevato *know-how* che negli anni è riuscita ad ottenere vari brevetti che hanno reso possibile la creazione di prodotti unici nel loro genere e difficilmente replicabili da aziende competitor. Tramite i brevetti Grifal riesce a tutelare le proprie invenzioni.

In aggiunta questa piccola e media impresa innovativa è riuscita ad organizzare il proprio magazzino secondo una logica *just in time* che consente di offrire un servizio ancora più completo e specifico ai propri clienti. I prodotti offerti da Grifal sono i seguenti:

Figura 20

Prodotto	Descrizione	
Mondaplen	<p>È un prodotto innovativo di imballaggio, nato nel 2003, peculiare per l'elevata adattabilità alle diverse esigenze. È caratterizzato dall'alternanza di un foglio ondulato a un foglio piano, realizzati entrambi in polietilene. Grazie a questa particolare composizione, questo prodotto di imballaggio è molto resistente ma soprattutto ammortizzante. Nonostante nel realizzare tale prodotto non venga utilizzata materia prima in eccesso, Mondaplen è in grado di avvolgere e proteggere qualsiasi tipo di prodotto.</p>	
cArtù	<p>Quest'ultimo è un prodotto dotato di caratteristiche innovative e che viene realizzato anche con una tecnologia brevettata di cui Grifal è proprietaria. È innovativo poiché presenta una sequenza di archi di parabola in sostituzione della classica onda che permette di resistere a delle fortissime compressioni. È innovativo anche perché utilizza un quantitativo minimo di cartone necessario per realizzare questi archi di parabola evitandone gli sprechi e riducendone il peso. È poi infine un prodotto totalmente ecosostenibile.</p>	
cushionPaper	<p>Si tratta di un prodotto realizzato interamente in cartone grazie alla tecnologia precedentemente sviluppata per Mondaplen. In questo caso si tratta però di un prodotto totalmente ecosostenibile che, come il Mondaplen, è in grado di resistere a delle fortissime vibrazioni che inevitabilmente si presentano nel trasporto. È quindi un prodotto che si presenta come sostituto <i>eco-friendly</i> del Mondaplen.</p>	

inspiropack
System

È un sistema di imballaggio per cui Grifal ha richiesto il brevetto nel 2016. Si fonda su una creazione del vuoto al fine di bloccare, tramite un film plastico, i prodotti che vengono adagiati su uno dei 3 prodotti sopra esposti. Questa plastica aderisce al prodotto e ne impedisce lo spostamento garantendo una migliore conservazione del prodotto.



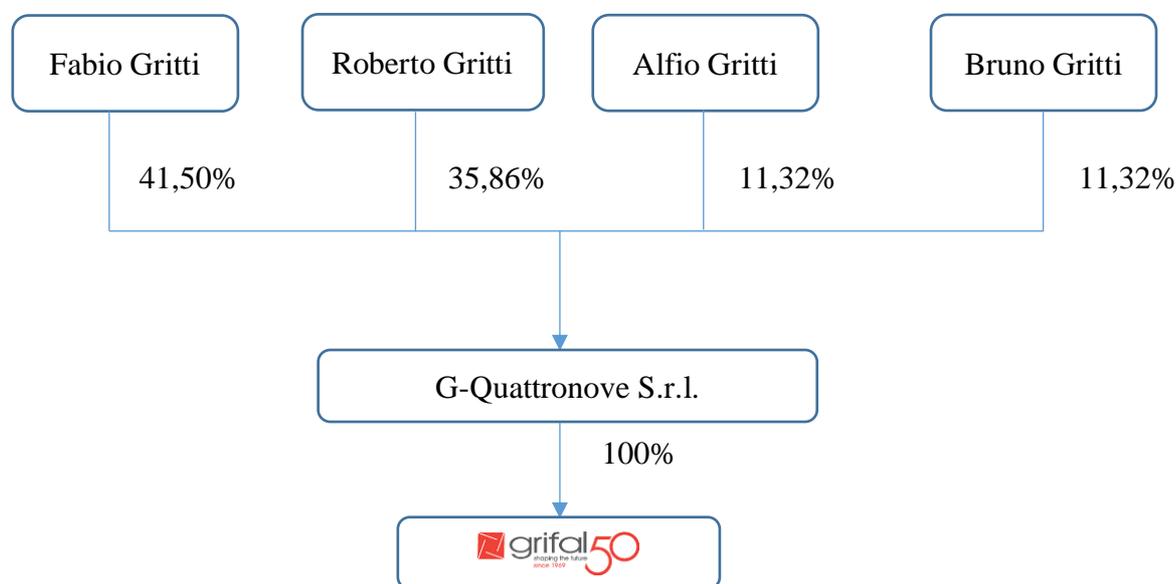
Fonte: Grifal

5.3 Azionariato e corporate governance

Come evidenziato nel paragrafo 5.1 Grifal è un'azienda familiare. Infatti al momento della quotazione il capitale sociale era posseduto interamente dalla holding G-Quattronove S.r.l.. L'azionariato di quest'ultima è suddiviso nel seguente modo:

- Fabio Gritti con la partecipazione di maggioranza del 41,50%
- Roberto Gritti con la partecipazione del 35,86%
- Alfio Gritti con la partecipazione del 11,32%
- Bruno Gritti con la partecipazione del 11,32%.

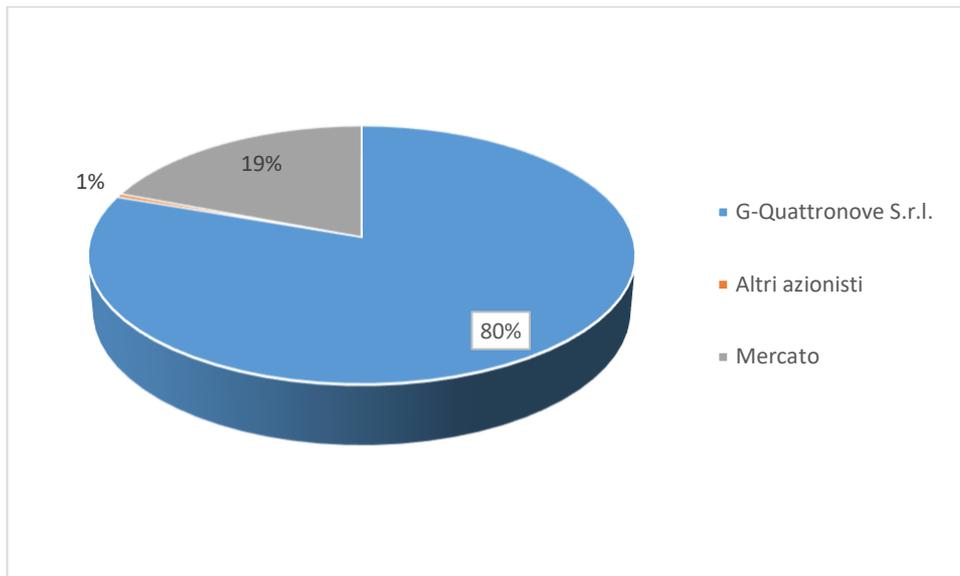
Figura 21



Fonte: Roadshow presentation

Attualmente, invece, le partecipazioni al capitale sociale sono ovviamente variate con la quotazione. Il mercato possiede il 19,19% del capitale sociale, G-Quattronove S.r.l. ne possiede l'80,38%, mentre altri azionisti non significativi vincolati da lock-up possiedono lo 0,44% (figura 22).

Figura 22

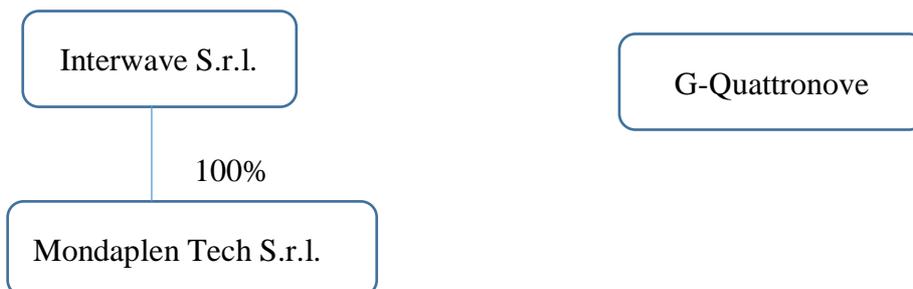


Fonte: elaborazione propria

Come specificato nel capitolo tre un'azienda prima di procedere alla quotazione svolge una serie di operazioni che sono propedeutiche e necessarie al processo. Queste ultime possono far riferimento anche a operazioni straordinarie come quelle effettuate da Grifal proprio nel periodo immediatamente precedente alla quotazione sul mercato AIM Italia.

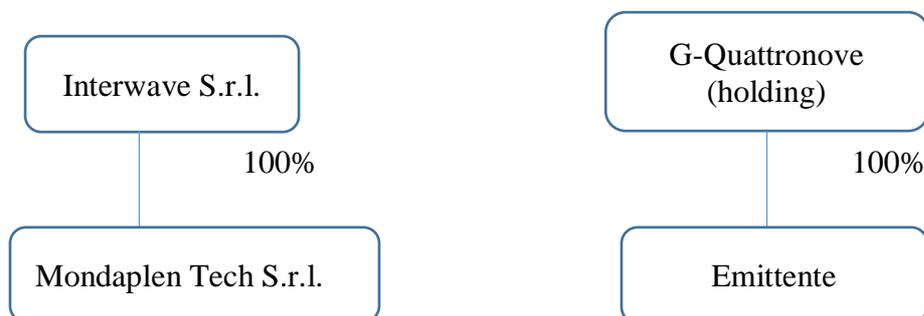
Infatti, nel 2017, un anno prima della quotazione, sono state eseguite delle operazioni straordinarie che vengono sintetizzate in quattro step attraverso i seguenti diagrammi:

1 step: situazione ex ante;



Fonte: Documento di ammissione

2 step: Viene creato il complesso aziendale G-Quattronove (ex Grifal S.p.A.) e viene costituita la società Grifal Italia S.p.A.;



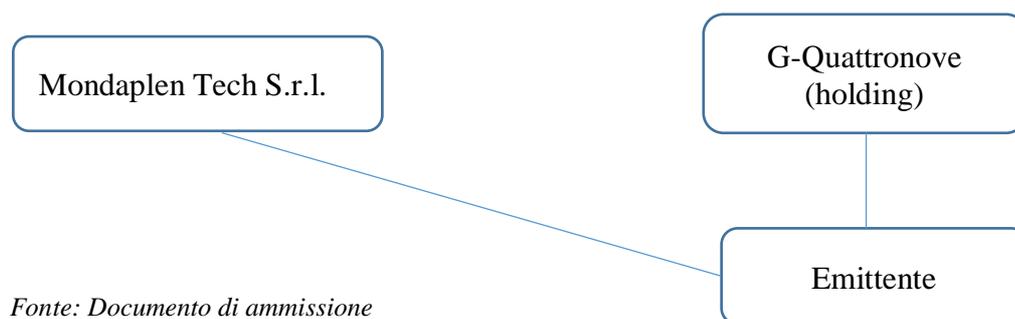
Fonte: Documento di ammissione

3 step: Mondaplen Tech S.r.l. incorpora Interwave S.r.l.



Fonte: Documento di ammissione

4 step: Mondaplen Tech S.r.l. viene conferita all'interno dell'emittente



Fonte: Documento di ammissione

Per quanto riguarda la corporate governance, il consiglio di amministrazione è composto da 9 consiglieri di cui uno indipendente. Nel particolare Fabio Gritti è presidente di Grifal ed Amministratore Delegato, mentre Roberto Gritti è vice presidente. Gli altri consiglieri sono Alfio Gritti, Bruno Gritti, Mauro Crotti, Giulia Gritti, Antonino Flenda, Andrea Cornelli e Luigi Daleffe. Quest'ultimo è anche indipendente. È importante notare la prevalenza dei consiglieri appartenenti alla

famiglia Gritti anche nel consiglio di amministrazione perché tale aspetto sottolinea ancora una volta il carattere familiare che contraddistingue questa piccola e media impresa innovativa.

In aggiunta, il collegio sindacale è composto da Valerio Gastoldi che ne è anche presidente e da Paola Landini e Mario Papalla che ne sono membri effettivi. BDO è, invece, la società di revisione di Grifal.

5.4 Le certificazioni dell'azienda

Grifal è una piccola e media impresa innovativa che si è specializzata nella produzione e implementazione di tecniche di imballaggio “personalizzate” realizzate con materiali innovativi ed eco-compatibili. Negli anni quest'azienda ha investito molto nella ricerca e sviluppo in modo da ottenere sia prodotti che processi produttivi innovativi. Infatti, come è già stato più volte evidenziato, Grifal produce internamente i macchinari utilizzati poi nei propri processi produttivi.

Non a caso, tra il 1997 ed il 2016 Grifal ha presentato sedici domande di brevetto che testimoniano la costante volontà di sviluppare ed innovare sia i prodotti che i processi produttivi. Tra i vari brevetti posseduti molti sono riconosciuti sia a livello europeo che USA. Un esempio di tali brevetti sono quelli posseduti dall'azienda in riferimento alle macchine utilizzate per realizzare i prodotti ondulatori. Una notizia recente (marzo 2019) è quella relativa al riconoscimento anche a livello Europeo del prodotto cArtù. Inoltre, è opportuno specificare che Grifal ha ottenuto brevetti anche per gli altri prodotti, come quello per il Mondaplen ottenuto nel 2003, oppure per l'inspiropack system o il cushion Paper. Per la descrizione di questi ultimi è necessario confrontare la *figura 20* del paragrafo 5.2.

È inoltre importante specificare che Grifal detiene all'interno della sua azienda un laboratorio certificato ISTA (International Safe Transit Association) che svolge una serie di test per valutare l'adeguatezza dei propri prodotti in un intero ciclo di trasporto. Pertanto vengono replicate le condizioni tipiche che caratterizzano il ciclo di trasporto e ne viene valutata l'adeguatezza tramite dei test.

5.5 Valutazione della performance aziendale

Per valutare brevemente la performance dell'azienda è necessario tener conto di alcuni dati contabili relativi sia al Conto economico (*tabelle 10 e 11*) che allo Stato Patrimoniale (*tabella 12*).

Tabella 10

Conto Economico (€'000)	2015 aggregato	2016 aggregato	2017 pro forma	2018 aggregato
Ricavi di vendita	14.030	14.497	15.806	17.360
Altri ricavi	772	783	955	2.267
Valore della produzione	14.802	15.280	16.761	19.627
Costi MP e merci	-6.275	-6.232	-6.614	-7.871
Costo servizi e oneri diversi	-2.966	-3.609	-3.912	-4.232
Costo personale	-3.072	-3.199	-3.716	-4.409
Costo godimento beni di terzi	-870	-669	-664	-905
EBITDA	1.619	1.571	1.855	2.210
EBITDA Margin %	11,50%	10,80%	11,70%	11,79%
D&A	-1.092	-1.079	-1.171	-1.466
EBIT	527	492	684	743
EBIT Margin %	3,80%	3,40%	4,30%	3,34%
Proventi (oneri) finanziari	-244	-158	-159	-224
EBT	283	334	525	519
Imposte	-138	-94	-165	-133
Risultato netto di esercizio	145	240	360	386

Fonti: Documento di ammissione e Relazione finanziaria 2018

Tabella 11

Conto Economico (€'000)	2015 aggregato	2016 aggregato	2017 pro forma	2018 aggregato
Ricavi di vendita	14.030	3,33%	9,03%	9,83%
Altri ricavi	772	1,42%	21,97%	137,38%
Valore della produzione	14.802	3,23%	9,69%	17,10%
Costi MP e merci	-6.275	-0,69%	6,13%	19,01%
Costo servizi e oneri diversi	-2.966	21,68%	8,40%	8,18%
Costo personale	-3.072	4,13%	16,16%	18,65%
Costo godimento beni di terzi	-870	-23,10%	-0,75%	36,30%
EBITDA	1.619	-2,96%	18,08%	19,14%
EBITDA Margin %	11,50%	-6,09%	8,33%	0,77%
D&A	-1.092	-1,19%	8,53%	25,19%
EBIT	527	-6,64%	39,02%	8,63%
EBIT Margin %	3,80%	-10,53%	26,47%	-22,33%
Proventi (oneri) finanziari	-244	-35,25%	0,63%	40,88%
EBT	283	18,02%	57,19%	-1,14%
Imposte	-138	-31,88%	75,53%	-19,39%
Risultato netto di esercizio	145	65,52%	50,00%	7,22%

Fonti: Documento di ammissione e Relazione finanziaria 2018

Tabella 12

Stato Patrimoniale	2015 aggregato	2016 aggregato	2017 pro forma	2018 expected
PN	1.449	1.573	2.285	7.500
PFN	4.981	5.537	6.504	-5.356
CIN	6.430	7.110	8.789	19.500

Fonte: Equity Research e Relazione Finanziaria 2018

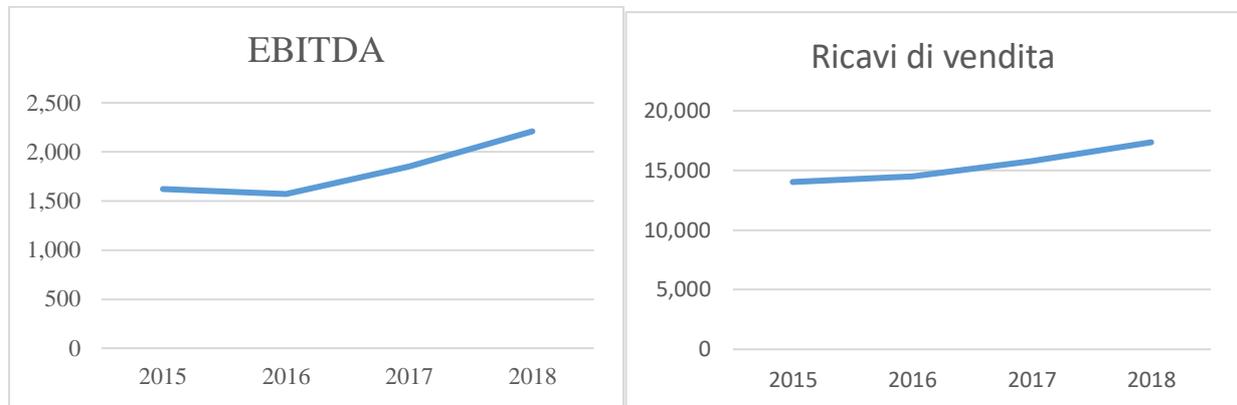
Nello specifico, la valutazione della performance finanziaria di Grifal è stata eseguita attraverso l'analisi del Conto Economico dal 2015 al 2018⁴⁹. Per l'anno 2017 si è scelto di utilizzare un bilancio pro-forma ossia comprensivo dei diversi conferimenti di rami d'azienda effettuati nel corso dell'anno. Infatti, essendo stato il 2017 un anno caratterizzato da operazioni straordinarie (come spiegato precedentemente), un bilancio aggregato non sarebbe stato in grado di mettere in luce la reale performance della società.

Per valutare brevemente la performance aziendale è opportuno considerare in primo luogo l'EBITDA (Earning Before Interests Taxes Depreciation and Amortization) ovvero il margine operativo lordo (MOL) che è dato dalla differenza tra il valore della produzione e i costi sostenuti dall'azienda relativi al personale, ai servizi, alle materie prime e al godimento di beni di terzi. Questo è il primo indicatore cui si deve far riferimento nel momento in cui si valuta la performance di un'azienda in quanto evidenzia la capacità della stessa di produrre e generare reddito partendo dalla gestione operativa e dal core business. È altresì importante tenere in considerazione l'EBITDA margin che è dato dal rapporto tra l'EBITDA e il fatturato ed esprima la redditività dell'azienda nel proprio core business. Le aziende devono riuscire ad ottenere il valore più alto possibile di questo indicatore il che significa risparmiare sui costi relativi al core business quali ad esempio il costo delle materie prime, di produzione o del personale. Nel caso specifico di Grifal, l'EBITDA margin è superiore alla media del settore, infatti, come è stato più volte sottolineato, questa azienda è in grado di produrre i propri prodotti realizzando dei grossi risparmi nella produzione grazie all'innovativo processo di produzione di cui sono proprietari. Anche l'EBITDA è in continua crescita negli anni, ad eccezione di una leggera diminuzione del 2016 dovuta principalmente ad un aumento dei costi delle materie prime, del personale e dei servizi e non dunque ad una diminuzione del valore della produzione che è aumentato (15.280) rispetto a quello del 2015 (14.802). Il fatto che l'EBITDA sia cresciuto in media negli anni è di grande importanza per la redditività e la solidità aziendale dato che tale indicatore rappresenta

⁴⁹ I dati dal 2015 al 2017 sono relativi al Documento di ammissione, mentre i dati del 2018 sono relativi alla relazione finanziaria del 2018 pubblicata sul sito di Grifal.

l'efficienza della gestione operativa. La crescita dell'EBITDA è comunque correlata alla crescita dei ricavi di vendita (figura 23).

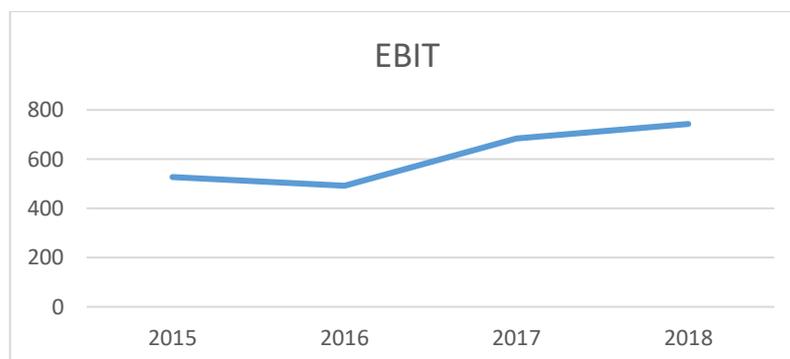
Figura 23



Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

Per quanto riguarda l'EBIT (Earning Before Interests and Taxes), esso è sempre un indicatore della performance aziendale che indica il risultato operativo dell'azienda. Questo indicatore, a differenza dell'EBITDA, considera anche il deprezzamento e gli ammortamenti quindi indica il risultato della gestione operativa prima degli interessi e delle tasse, non considerando dunque la gestione residuale. Come per l'EBITDA, l'azienda deve mantenere l'EBIT il più alto possibile. L'EBIT margin invece è ottenuto dal rapporto tra l'EBIT e il fatturato ed è un indicatore molto simile al ROS (Return on Sales)⁵⁰ con la differenza però rispetto alle vendite nette che nel fatturato sono incluse anche le imposte e gli interessi. Si tratta in questo caso di un indicatore che mostra il "successo" aziendale. Anche in questo caso per Grifal tale indicatore risulta in crescita, fatta eccezione sempre per una leggera diminuzione registrata nel 2016.

Figura 24



Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Bio-On

⁵⁰ $ROS = \frac{EBIT}{VENDITE NETTE}$

Per quanto riguarda lo Stato Patrimoniale è opportuno analizzare la Posizione Finanziaria Netta che viene calcolata come la differenza, come nel caso di Bio-On, tra Cash and Cash Equivalent e le passività a breve e lungo termine. Come si può notare dalla tabella 12, nei primi anni Grifal risulta avere una liquidità assai superiore rispetto all'indebitamento, essendo la PFN positiva. Solamente nel 2018 la PFN infatti risulta essere negativa.

Ai fini di una valutazione più accurata della redditività aziendale è necessario però considerare anche il ROI⁵¹ ed il ROE⁵² che sono due indicatori di bilancio molto utilizzati nella pratica. I valori dei due indici negli anni vengono esposti nella seguente tabella:

Tabella 13

Indici di bilancio	2015	2016	2017	2018
ROI	8,2	6,9	7,8	3,81
ROE	10,01	14,8	15,75	5,14

Fonte: elaborazione propria

Da questa tabella si evince che il ROE (Return on Equity), ovvero la redditività per gli azionisti, è aumentato negli anni ed è in continua crescita fino al 2017⁵³. Il 2018, anno della quotazione, invece presenta un drastico calo dell'indice. Ciò è dovuto alla quotazione che ha comportato un aumento di Patrimonio Netto il quale presenta una variazione in termini relativi molto superiore alla variazione degli utili. Nel particolare mostra la capacità dell'azienda di creare profitto sulla base del capitale investito (infatti al denominatore c'è il patrimonio netto).

Per quanto riguarda il ROI, invece, è diminuito nel 2016, rispetto al valore del 2015, a causa degli investimenti effettuati dall'azienda (non a caso il CIN è aumentato passando da 6.430 a 7.110). Nel 2017 è aumentato nuovamente per poi ricrollare nel 2018, anno in cui la quotazione ha avuto luogo. Quest'ultima ha infatti comportato un notevole aumento di che è stato utilizzato per finanziare nuovi investimenti. Ciò è riscontrabile dalla variazione del capitale investito netto che è passato da circa 9 milioni nel 2017 a oltre 19 milioni nel 2018.

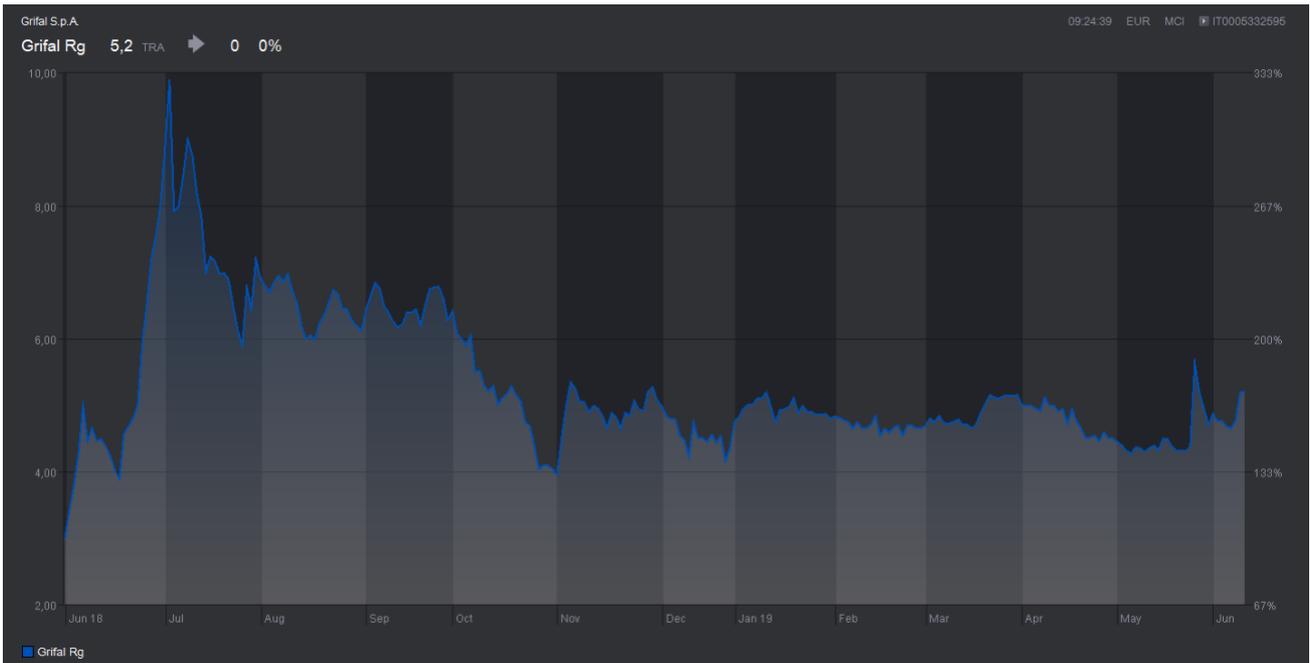
La variazione negativa subita dagli indici ROI e ROE non deve perciò essere interpretata negativamente, ma solamente come una conseguenza della quotazione e perciò nell'approvvigionamento di nuovi capitali.

⁵¹ $ROI = \frac{EBIT}{CIN}$

⁵² $ROE = \frac{RISULTATO\ NETTO}{PN}$

⁵³ I dati previsionali, contenuti nell'Equity Research, prevedono però una continua crescita del ROE per tutto il periodo previsionale (fino al 2022, anno in cui arriverà a 35,1)

Figura 25



Fonte: Borsa Italiana

La valutazione finanziaria, anche nel caso di Grifal, si conclude con l'analisi dell'andamento azionario (figura 23) dal momento della quotazione, avvenuta il primo giugno del 2018, al giugno 2019. In questo anno, l'andamento azionario di Grifal è stato relativamente lineare, ad eccezione del primo mese di quotazione in cui c'è stata una notevole crescita del valore azionario. Infatti, il prezzo al momento della quotazione era pari a €2,60 e solo 27 giorni dopo, il valore aveva raggiunto € 7,19, con un aumento in termini percentuali del 173%.⁵⁴ Questa crescita è stata favorita dalle norme relative allo smaltimento della plastica che hanno reso l'imballaggio "green" sempre più innovativo. Come già ricordato, l'Unione Europea ha annunciato la volontà di eliminare dal 2021 l'utilizzo della plastica usa e getta.

Il valore delle azioni, dopo tale balzo, si è gradualmente stabilizzato a un valore comunque sempre superiore al prezzo cui le azioni sono state quotate.

⁵⁴ L'Eco di Bergamo del 29 giugno 2018: Nuovo balzo in Borsa per Grifal.

CONCLUSIONE

Il processo di quotazione rappresenta un passo fondamentale e molto importante per la vita delle imprese, soprattutto per le piccole e medie imprese, sia innovative che non. Le ragioni che possono portare un'impresa ad intraprendere tale percorso fanno riferimento principalmente alla possibilità di raccogliere risorse finanziarie dal pubblico degli investitori e non solo dai soggetti vicini alle sorti aziendali, che possono partecipare al capitale azionario solamente tramite trattative private. Come già ricordato, il processo di quotazione cambia radicalmente la vita aziendale, infatti, devono essere svolte molteplici attività preparatorie necessarie per la quotazione delle azioni della società emittente. Pertanto si tratta di un processo oneroso che richiede dei cambiamenti rilevanti come ad esempio nel modello gestionale e nella struttura organizzativa dato che può essere richiesta ad esempio l'introduzione di nuove unità nell'organigramma oppure una modifica della corporate governance. Si tratta di una strategia che deve essere adeguatamente pianificata dal vertice e dal top management della società con la redazione di un piano strategico che deve mostrare la convenienza alla quotazione. Nella fase preparatoria, come esposto nel capitolo 3, sono necessari gli studi di fattibilità da parte dell'Advisor finanziario, che verifica anche la presenza dei requisiti formali e sostanziali per la quotazione, così come sono necessari gli studi sull'appropriatezza dell'emittente condotti dal Nomad, soggetto fondamentale incaricato di effettuare la *due-diligence* e di assistere l'azienda durante tutta la sua permanenza sul mercato.

Tuttavia, dalla analisi effettuata, emerge come la quotazione sia un processo portatore soprattutto di rilevanti benefici alla società emittente, come la capacità di attrarre un'ampia base di investitori, l'ottenimento di una visibilità più ampia ed internazionale e molti altri ancora.⁵⁵ Tra gli effetti più evidenti del processo di quotazione rientrano sicuramente quelli finanziari. Nello specifico, dall'analisi condotta, al capitolo 4 e 5, sulla performance delle aziende Bio-On e Grifal appare evidente come il mercato AIM Italia abbia svolto un ruolo fondamentale per la crescita di queste due imprese. Per quanto riguarda Bio-On, questo aspetto è particolarmente evidente dato che è quotata da circa 5 anni sul mercato AIM, e dal 2013 ha registrato ogni anno una crescita impressionante, che è stata riportata nel paragrafo 4.5, talmente elevata che in questi giorni si legge su Milano Finanza che l'azienda si mostra intenzionata a passare al mercato MTA, che è riservato alle imprese di maggiori dimensioni. È dunque interessante analizzare come un'impresa che nel 2013 aveva un fatturato molto modesto (1,502 milioni), in soli 6 anni sia riuscita a crescere oltrepassando i 50 milioni. Lo stesso vale per Grifal, i cui dati sono meno affascinanti solamente perché è sul mercato da un tempo inferiore rispetto a Bio-On,

⁵⁵ Cfr. Capitolo 3

ma che comunque è già riuscita ad aumentare il valore delle proprie azioni. Si tratta pertanto di due imprese innovative che sicuramente riescono a svilupparsi per i propri prodotti e processi innovativi, ma tale successo e sviluppo è sicuramente dovuto anche all'aiuto offerto loro dal mercato AIM sia in termini di fondi che di visibilità internazionale.

Nel contesto italiano in cui ci troviamo è dunque interessante vedere come questo mercato, così come altri strumenti alternativi al credito bancario, possano contribuire allo sviluppo del sistema economico italiano. Quest'ultimo risulta infatti caratterizzato dalla presenza di medio piccole imprese prevalentemente a conduzione familiare contraddistinte per la loro natura da una scarsa managerializzazione e sotto-capitalizzazione. Queste debolezze sarebbero certamente migliorate attraverso un processo di quotazione e un accesso al mercato AIM Italia. La quotazione infatti comporterebbe un più facile e rapido accesso al mercato dei capitali, nonché costringerebbe le imprese a dotarsi di una struttura di Governance più appropriata. Ciò implicherebbe una maggiore managerializzazione e una struttura organizzativa più articolata. Inoltre la quotazione permetterebbe una internazionalizzazione sicuramente più rapida. Nuovi investitori avrebbero l'opportunità di conoscere l'azienda, questo fattore sarebbe particolarmente importante se l'azienda avesse progetti di espansione in nuovi mercati internazionali.

In un mercato competitivo come quello moderno la crescita non rappresenta più una opportunità da cogliere, ma è diventato un fattore indispensabile per la sopravvivenza.

In conclusione il mercato AIM potrebbe giocare un ruolo chiave nella trasformazione del tessuto industriale italiano permettendo alle aziende che lo costituiscono un stabile e duraturo sviluppo aziendale.

BIBLIOGRAFIA

Legge 27/12/2017 n.205

R. Ficacci: *il Mercato Alternativo del Capitale (MAC)*.

Borsa Italiana: Il mercato AIM Italia nel 2017 e nel 2018

Tra le 357 società, 242 sono quotate sul mercato MTA, 2 sul MIV e 113 sull'AIM (Borsa Italiana)

A Guide to AIM UK

Direttiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)

Direttiva 2004/39/CE

A. Saunders, M. Millon Cornett, M. Anolli, B. Alemanni; *Economia degli Intermediari Finanziari*.

Milano: McGraw-Hill, 2015;

Decreto Legge n.179 del 2012

Raccomandazione 361/2003/CE

Art. 2082 Codice Civile

Art. 2555 Codice Civile

Ministero dello Sviluppo Economico: credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI

Osservatorio PMI Innovative

Decreto Legge 24 gennaio 2015 n.3

Registro delle Imprese: Le PMI innovative

Borsa Italiana SpA

P. Bastia: Programmazione e Controllo

P. Iovenitti: Questioni di strategia mobiliare

Borsa Italiana: i requisiti formali in fase di IPO

Business Insider: Bio-On la società italiana che produce plastica biodegradabile al 100%

Bio-On: Equity company note

Finanza Report: Bio-On, joint venture con Kartell per bioplastica in elettronica

Il Sole 24 Ore: Brevetto rivoluzionario di Bio-On per ripulire i mari dal petrolio in 15 giorni

Relazione sulla gestione del bilancio consolidato al 31/12/2016 eseguita da PwC

P. Albricci: *Le top performer su AIM Italia*. Milano Finanza.

Documento di Ammissione Bio-On.

Equity Research di Bio-On

L'Eco di Bergamo del 29 giugno 2018: Nuovo balzo in Borsa per Grifal.

R.L.Daft: *Organizzazione Aziendale*, APOGEO, sesta edizione.

G.Fiori,R.Tiscini: *Economia Aziendale*, EGEA, 2014.
G.F.Campobasso: *Diritto Commerciale*, UTET, 2017.
R. Brealey, S. Myers, F.Allen, S.Sandri: *Principi di finanza aziendale*. McGrawHill, settima edizione.
A. Quagli: *Bilancio di esercizio e principi contabili*. Giappichelli ottava edizione, 2017
Il mercato di Borsa per le PMI: AIM Italia. Pirola- Sole 24 ore, 2019.
A.Damodaran: *Valutazione delle aziende*. APOGEO.
P.Ghiringhelli: *Analisi di Bilancio e driver di valore*. EGEA,2017.
A.Lambiase: *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*. Franco Angeli, 2018.
Equity Research di Grifal.
Documento di Ammissione Grifal.

SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it/piu-borsa/quotarsiinborsa/presentazioneaim.pdf>
<https://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-04-09/aim-italia-volano-crescita-le-pmi-piu-promettenti-193732.shtml?uuid=AB863imB>
<http://www.startingfinance.com/aim-italia-mercato-borsistico-pmi/>
<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/media-kit/storia/storia.htm>
<https://indd.adobe.com/view/46b3661c-33c1-4f23-89b4-a7b7aad13735>
<https://www.grifal.it/grifal-vola-in-borsa/>
<https://www.grifal.it/cartu-e-lalternativa-ecologica-alla-plastica-larticolo-su-il-sole-24-ore/>
<https://www.grifal.it/grifal-debutta-su-aim-italia/>
<https://www.grifal.it/mercato-cartone-ondulato-italia/>
www.finnat.it
www.bdo.it
www.grifal.it
<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/requisitaiimitalia/requisitaiimitalia.htm>
www.Bio-on.it
www.startupbusiness.it
www.Confesercenti.it