



**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT CATTEDRA DI DIRITTO
COMMERCIALE**

**Percorso *Élite*: un'opportunità per il rafforzamento
della *Governance* societaria e l'apertura ai mercati
finanziari**

CANDIDATO

Lorenzo Gabrielli

Matr. 205961

RELATORE

Prof. Raffaele Lener

ANNO ACCADEMICO 2018-2019

INDICE

INTRODUZIONE.....	4
1. IL PERCORSO ÉLITE: STRUTTURA E OBIETTIVI	6
1.1 IL CONTESTO DI RIFERIMENTO	6
1.1.1 <i>L'impatto del progetto Élite all'interno della sua community</i>	7
1.2 I REQUISITI DI ACCESSO AL PROGRAMMA ÉLITE E LE CONDIZIONI DI PERMANENZA	9
1.3 LE TRE FASI DEL PERCORSO: ÉLITE GROWTH	11
1.4 IL NETWORK ÉLITE, LE OPPORTUNITÀ E I BENEFICI.....	12
1.4.1 <i>Élite Connect</i>	13
1.4.2 <i>Élite Club Deal</i>	13
1.4.3 <i>Élite Partnerships</i>	14
2. L'ALLINEAMENTO DEL <i>FRAMEWORK</i> DI <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> ÉLITE AL CODICE CIVILE E AL CODICE DI AUTODISCIPLINA	16
2.1 L'ORGANO AMMINISTRATIVO NEL SISTEMA TRADIZIONALE	17
2.1.1 <i>La centralità dell'organo amministrativo nel diritto societario</i>	17
2.1.2 <i>Il consiglio di amministrazione e le sue funzioni</i>	18
2.1.3 <i>La composizione del consiglio di amministrazione e il ruolo degli amministratori indipendenti</i>	20
2.1.4 <i>I sistemi di remunerazione degli amministratori come incentivo all'accrescimento del valore dell'azienda – le Stock Option</i>	22
2.2 GLI ORGANI DI CONTROLLO A PRESIDIO DEI RISCHI AZIENDALI E A TUTELA DELLA TRASPARENZA	24
2.2.1 <i>Il collegio sindacale</i>	24
2.2.2 <i>La revisione legale dei conti</i>	26
2.2.3 <i>Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e l'attività di Internal Audit</i>	28
2.3 I SISTEMI ALTERNATIVI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO	30
2.4 LA CORPORATE GOVERNANCE COME STRUMENTO DI CREAZIONE DI VALORE PER L'IMPRESA	34
3. L'APERTURA AL MERCATO DEI CAPITALI	36
3.1 IL QUADRO DI RIFERIMENTO: UNA PANORAMICA SULLA DIMENSIONE DEL MERCATO DEI CAPITALI A LIVELLO NAZIONALE ED EUROPEO	36
3.2 IL PROCESSO DELL'IPO	39
3.3 I COSTI E I BENEFICI DELLA QUOTAZIONE	42
3.4 I MERCATI FINANZIARI DI SBOCCO: IL MERCATO AIM ITALIA	44
3.5 LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA E GLI STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA	46
3.5.1 <i>Operazioni di Private Equity e Venture Capital, M&A e Joint Venture</i>	47
3.5.2 <i>I Mini-bond</i>	50

3.5.3	<i>I Basket bond</i>	52
4.	UN CASE STUDY: PHARMANUTRA S.P.A.	54
4.1	PHARMANUTRA	54
4.2	LA CRESCITA ATTRAVERSO IL PERCORSO ÉLITE E LA QUOTAZIONE SU AIM ITALIA	56
4.3	I RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI E L'ANDAMENTO DEL TITOLO IN BORSA	59
	CONCLUSIONI.....	63
	BIBLIOGRAFIA	64

Introduzione

Élite è una piattaforma di servizi integrati nata all'interno di Borsa Italiana nel 2012 con l'obiettivo di offrire un percorso di crescita dedicato alle piccole e medie imprese (anche "PMI") ad alto potenziale. Il progetto ha come fine ultimo quello di promuovere, supportare e accelerare lo sviluppo delle PMI più virtuose, rendendole maggiormente attraenti nei confronti degli investitori e facilitandone l'accesso al mercato dei capitali. Tale obiettivo è perseguito attraverso uno specifico programma di *training*, volto all'allineamento delle strategie di crescita dell'impresa con adeguati modelli di *governance* e all'implementazione di opportuni sistemi manageriali e di controllo. Tale allineamento culturale-strategico risulta necessario per intraprendere un percorso di sviluppo sostenibile finalizzato ad un adeguato avvicinamento ai mercati sempre più competitivi a livello globale.

Nel corso della presente trattazione si andranno ad analizzare in primo luogo la struttura e gli obiettivi del Percorso Élite, evidenziando in particolare il contesto di riferimento in cui si avvia il processo, i requisiti di accesso e le condizioni di permanenza nel programma, le tre fasi in cui esso si articola e i benefici e le opportunità che garantisce alle imprese partecipanti grazie anche al suo *network* sviluppato.

Si andranno poi ad esaminare gli organismi e gli strumenti attraverso i quali agire per rafforzare la *corporate governance*, con il duplice fine di assicurare maggiori competenze e assoluta trasparenza verso gli *stakeholders*, che siano essi investitori istituzionali o istituti finanziari. Verranno quindi prese in esame le varie forme di gestione e controllo dell'impresa ed i sistemi di remunerazione degli amministratori, in un'ottica di un allineamento dei diversi interessi dei soggetti coinvolti a quelli dei soci. Verrà inoltre sottolineato l'indispensabile ruolo della *corporate governance* quale strumento di creazione di valore per l'impresa.

Successivamente l'analisi si sposterà sulle diverse opportunità che l'apertura al mercato dei capitali mette a disposizione delle aziende aderenti al percorso quale naturale sbocco dell'attività intrapresa. Verrà innanzitutto esaminata una delle operazioni di finanza tramite cui accedere ai mercati finanziari, l'*Initial Public Offering* (anche "IPO"), con i suoi rispettivi vantaggi e i correlati oneri. Quindi verrà condotta un'analisi sui mercati finanziari di possibile sbocco, evidenziando in particolare come il mercato AIM Italia (anche "AIM") sia la soluzione più naturale per le PMI. Saranno inoltre oggetto di analisi anche altre operazioni di finanza straordinaria, quali il *Private Equity*, il *Venture Capital*, le operazioni di *Mergers and Acquisitions* ("M&A"), le *Joint Ventures*, nonché alcuni importanti strumenti di finanza alternativa quali i *Mini-bond* e i *Basket bond*.

Infine, verrà elaborato un *case study* quale esempio di successo di un'impresa, la *Pharmanutra S.p.A.*, che ha preso parte al progetto *Élite* e che, intraprendendo un percorso di adeguamento e rafforzamento della propria *governance* societaria, ha ottenuto l'ammissione alla quotazione sul mercato AIM di Borsa Italiana. Saranno pertanto oggetto di analisi la sua storia e i pilastri della sua crescita economica e finanziaria, nonché l'operazione di quotazione effettiva e l'andamento del titolo post quotazione, al fine di poter stilare delle conclusioni sugli effetti dell'operazione e fornire una valutazione complessiva e globale sull'argomento affrontato.

1. Il Percorso ÉLITE: struttura e obiettivi

1.1 Il contesto di riferimento

Élite è un progetto che nasce nel 2012 in collaborazione con Borsa Italiana (anche “**Borsa**”) e le più importanti istituzioni e organizzazioni italiane come l’Associazione Bancaria Italiana (“**ABI**”), il Ministero dell’Economia e delle Finanze (“**MEF**”), Confindustria, il Fondo italiano di investimento, il Fondo Strategico Italiano, la Società Italiana per le Imprese all’Estero (“**SIMEST**”), Cassa Depositi e Prestiti (“**CDP**”), l’università Bocconi e la LSE Academy.

La genesi del progetto si colloca in un periodo estremamente difficile per l’economia italiana, stretta nella crisi dei debiti sovrani e nel fenomeno del “*credit crunch*”, con conseguente difficoltà per le piccole e medie imprese di accedere al credito bancario. Condizione di assoluto rilievo se si considera che gran parte del tessuto economico ed industriale del Paese è composto da PMI, la cui dipendenza dal canale bancario tradizionale quale unica risorsa di finanziamento aveva creato nel tempo decrescita, scarse opportunità di investimento e, nei casi più gravi, crisi da sovraindebitamento e fallimento. Inoltre, molte imprese italiane, a causa della contrazione dei ricavi nell’economia domestica, avevano iniziato a guardare sempre più verso i mercati esteri e verso l’attivazione di progetti di internazionalizzazione. È in questo contesto che si inserisce il progetto Élite di Borsa Italiana. La piattaforma consente alle imprese di minori dimensioni di avere accesso a tutte le opportunità di *fund raising* disponibili a livello locale e internazionale, rappresentando un ponte tra le stesse e il mercato dei capitali e fungendo come strumento di supporto per l’accesso alle più diversificate fonti di finanziamento e alla quotazione in borsa.

Numerosi contributi teorici sottolineano ormai da tempo gli indiscutibili vantaggi di cui possono godere le società quotate rispetto alle non quotate sia in termini di crescita economica che di struttura finanziaria più solida ed equilibrata: maggiori investimenti in attività intangibili, in ricerca e sviluppo ed una maggiore propensione alle operazioni di *M&A* sono infatti elementi indispensabili per una stabile crescita economica. Una ricerca condotta dalla Consob¹ nel 2017 evidenzia come le PMI quotate presentino una maggiore facilità di accesso al capitale di rischio e di debito, migliori tassi di crescita e di redditività, un consolidato livello di internazionalizzazione e riescano più facilmente a finanziare progetti innovativi di investimento. La stessa ricerca rileva come la scarsa propensione a quotarsi delle PMI vada ricercata nella loro eccessiva percezione dei costi complessivi legati alla quotazione in Borsa².

¹ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

² Giordano, Modena, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, in “Discussion Papers”, Consob, n. 7, settembre 2017.

Nonostante i vantaggi derivanti dall'apertura ai mercati regolamentati precedentemente citati, le quotazioni in Borsa continuano ad essere inferiori rispetto ai principali *comparables* europei. Uno studio condotto dall'Università Bocconi nel 2012, agli albori della nascita del progetto *Élite*, evidenziava come, sebbene nella struttura settoriale dell'economia italiana non vi fossero rilevanti differenze rispetto ai nostri *competitors* (Francia e Germania), nel nostro Paese il ricorso alla quotazione rimaneva – e rimane - uno strumento marginale a causa delle limitate dimensioni aziendali e della poca propensione alla *disclosure* informativa. A queste si aggiunge il largo ricorso al finanziamento bancario che, ancorché rappresenti una fonte stabile, risulta strutturalmente inadatta a finanziare gli investimenti più rischiosi necessari per una vera crescita solida e organica. Nonostante le nostre imprese spesso si distinguano per qualità nel proprio settore di appartenenza e rappresentino in molti casi punte di eccellenza all'interno del tessuto economico e industriale italiano, non si possono ignorare le diverse conseguenze negative che scaturiscono da una minore predisposizione alla quotazione sui mercati regolamentati. E ancora, alcuni degli effetti più diretti che le imprese piccole e poco competitive determinano per il Paese sono rappresentate da una minore occupazione, un inferiore contributo alla produzione del PIL e un minore gettito fiscale³.

In un tale contesto un progetto di eccellenza come quello di *Élite* può rappresentare uno strumento estremamente funzionale, offrendo una piattaforma di strumenti e servizi professionali da parte di importanti *advisor* selezionati nel mondo professionale ed accademico, in grado di accompagnare le imprese durante il loro percorso di rafforzamento culturale, organizzativo e strategico.

1.1.1 L'impatto del progetto *Élite* all'interno della sua community

Nel giugno 2016 *Élite* da semplice progetto si è trasformato in società, entrando a far parte del London Stock Exchange Group, *holding* nata nel giugno 2007 nell'ambito del processo di aggregazione tra la Borsa di Londra (London Stock Exchange) e quella italiana.

Élite nel frattempo è diventata una *community* che, grazie al supporto delle più importanti istituzioni nazionali ed internazionali, oggi conta 1140 aziende provenienti da 42 paesi diversi e un network di circa 400 *advisor* e investitori internazionali. Ad oggi, nei 42 paesi dove è presente il progetto *Élite*, le oltre 1100 aziende eccellenti, che hanno accettato la sfida di rappresentare la vetrina delle migliori realtà economiche del proprio Paese, presentano un fatturato aggregato pari a 84,2 mld di Euro, pur non superando nella maggior parte dei casi fatturati individuali oltre i 100

³ De Angelis, Peyrano, *Nuove iniziative per la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane: il progetto Elite*, studio SDA Bocconi, 12 dicembre 2012.

mln di Euro. Esse rappresentano un network diversificato in molteplici settori economici (36 in tutto) e offrono lavoro a circa 500.000 dipendenti⁴.



[Fonte: Elite Growth Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>]

L'analisi dell'Italia è parimenti incoraggiante: in questi 7 anni hanno partecipato al progetto Élite 699 società, con un fatturato globale pari a 70,4 mld di Euro. Si tratta per l'88% dei casi di realtà familiari distribuite territorialmente per il 68% nel Nord della penisola e che impiegano circa 376.000 dipendenti.



[Fonte: Elite Growth Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>]

I risultati di una recente analisi dell'impatto del programma Élite sulle imprese che vi hanno aderito nel corso degli anni, evidenziano un tasso di crescita medio del loro fatturato del 21%, incremento dei margini del 16% e del numero di addetti impiegati del 19%, con relativa creazione di valore per circa 12 miliardi riferita alle operazioni di finanza straordinaria effettuate dopo avere aderito alla piattaforma⁵.



[Fonte: Elite Growth Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>]

⁴ Elite Growth Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>.

⁵ Elite Growth, *Strumento di supporto alla crescita sostenibile delle Filiere del Paese*– Slides di presentazione, marzo 2019: <https://www.elite-growth.com>.

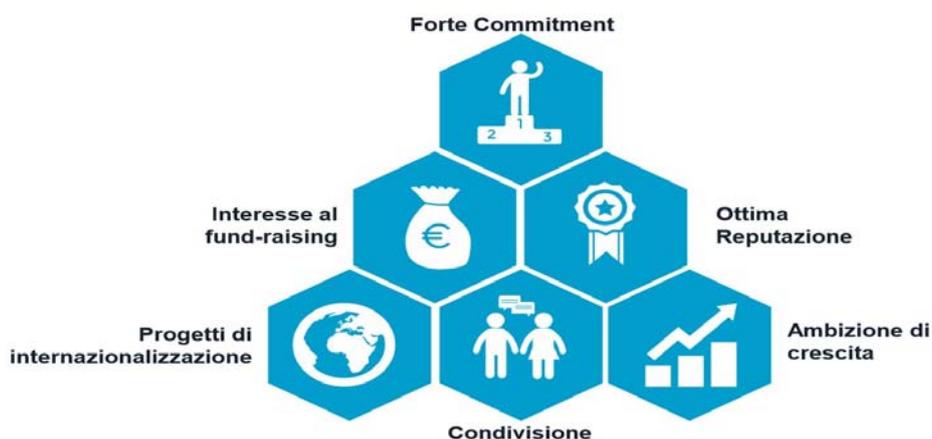
1.2 I requisiti di accesso al programma *Élite* e le condizioni di permanenza

Al fine di sottoporre la domanda di adesione al programma *Élite*, è necessario che la società sia in possesso di alcuni requisiti economici minimi⁶:

- fatturato superiore a 10 mln di Euro (oppure 5 mln e una crescita nell'ultimo anno superiore al 15%);
- risultato operativo maggiore del 5% del fatturato;
- conseguimento di un risultato d'esercizio positivo nell'ultimo bilancio regolarmente approvato.

Borsa Italiana si riserva la facoltà di consentire l'accesso ad *Élite* pur in caso di mancato rispetto dei criteri economici precedentemente citati in considerazione dell'andamento macroeconomico, di eventuali circostanze aziendali sfavorevoli di carattere temporaneo e straordinario, delle caratteristiche del settore di appartenenza e dell'eventuale recente ingresso nel capitale di investitori istituzionali⁷.

Oltre ai criteri quantitativi/economici precedentemente riportati, le imprese che vogliono entrare a far parte della *community Élite* sono chiamate a rispettare anche alcuni criteri di carattere "qualitativo": devono dimostrare di avere una chiara strategia di crescita, accompagnata da un modello di business solido, un'ottima reputazione e un forte *commitment*, oltre che manifestare uno spiccato interesse verso il *fund raising* e verso i progetti di internazionalizzazione.



[Fonte: Elite Growth, Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>.]

Le candidature al programma sono raccolte attraverso gli "*Élite Desk*", sportelli informativi presenti su tutto il territorio italiano che hanno lo scopo di supportare le aziende nella verifica dei requisiti richiesti per la domanda d'ammissione. In alternativa le candidature possono avvenire

⁶ <https://www.elite-growth.com>.

⁷ In caso di società partecipate da *Private Equity* che abbiano avuto un investimento in capitale di sviluppo negli ultimi 18 mesi, Borsa Italiana potrà consentire l'accesso al servizio ELITE pur in assenza dei requisiti economici richiesti.

anche tramite il sito www.elite-growth.it o inviando una e-mail a elite@borsaitaliana.it. Contestualmente alla presentazione della candidatura è necessario allegare la seguente documentazione⁸:

- una sintetica descrizione della società e delle principali attività svolte;
- un progetto di crescita, nel quale devono essere indicati obiettivi economico/finanziari, risorse necessarie, tempistiche di realizzazione e l'impatto economico-organizzativo;
- l'ultimo bilancio d'esercizio depositato presso la Camera di Commercio.

Le candidature vengono poi prese in carico da un Comitato di Valutazione (indipendente da Borsa Italiana), il quale valuta l'ammissibilità al percorso Élite.

Élite prevede diverse "finestre" durante l'anno in cui le aziende possono entrare a far parte del progetto. Esse vengono ammesse in genere a gruppi di 20-30, all'interno dei quali si tende a creare un ambiente collaborativo eterogeneo e con forte spirito di condivisione. Tali gruppi tendono ad essere il più eterogenei possibile, in modo tale che dall'interazione tra realtà con strutture diverse provenienti da differenti settori possano emergere maggiori spunti di innovazione.

Il processo di ammissione è rapido e preceduto da una fase di *due diligence*⁹ che permette di verificare la credibilità del progetto di crescita ed il rispetto dei requisiti richiesti. Il contributo annuo che le società ammesse ad Élite sono tenute a riconoscere è pari a 12.000 Euro, un costo relativamente basso giustificato dal fatto che l'investimento maggiore richiesto è quello in termini di tempo e impegno.

Una volta ottenuto l'accesso al programma è necessario soddisfare alcuni requisiti per la permanenza al suo interno e per l'ottenimento del "Certificato di Qualità Élite", che si articolano in tre categorie¹⁰:

- formazione: è prevista la partecipazione attiva al percorso formativo di 8 giornate presso l'*Academy* di Borsa Italiana;
- trasparenza: le imprese sono tenute ad aggiornare periodicamente il "*Company Profile*", alla redazione della relazione semestrale, del budget annuale, del piano industriale e alla pubblicazione dei commenti ai risultati annuali e semestrali;

⁸ Elite Growth, Thinking Long Term – Slides di presentazione, aprile 2015: <https://www.elite-growth.com>.

⁹ Borsa Italiana, Glossario Finanziario "Attività di acquisizione delle informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa in merito ad una operazione di emissione di strumenti finanziari".

¹⁰ *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli, Milano, 2014, "Il progetto ELITE di Borsa Italiana, un quadro aggiornato", pp.52-56.

- cambiamento: le aziende sono tenute all'adozione di modelli di *governance* e di controllo di gestione adeguati alla dimensione e alla struttura aziendale, oltre che all'obbligo di revisione contabile completa del bilancio (incluso consolidato ove esistente).

1.3 Le tre fasi del percorso: *Élite Growth*



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

Le imprese che soddisfano i requisiti di accesso vengono ammesse al *network* *Élite* ed iniziano un percorso di formazione vera e propria, denominato “*Élite Growth*”, al termine del quale ottengono il “Certificato di Qualità *Élite*”. Il programma è articolato in tre fasi secondo un percorso logico che dovrebbe permettere alle imprese di raggiungere un adeguato sviluppo organizzativo e manageriale ovvero, una maggiore trasparenza di informazioni ed un’elevata efficienza a livello gestionale: traguardo che, indipendentemente dalla successiva scelta di quotazione che le aziende vorranno perseguire in futuro, assicura già di per sé una significativa crescita di valore.

Nella prima fase c.d. “*Get ready*”, della durata di un anno, la società inizia un percorso di *training* durante il quale vengono individuati gli obiettivi di sviluppo e le fonti di finanziamento attraverso cui realizzarli, nonché i cambiamenti culturali e organizzativi necessari ad assicurarne il raggiungimento. È durante questo iniziale momento di “preparazione” che, attraverso il confronto con le altre società *leader* nel mercato ed un costruttivo dialogo con il management della società, si procede ad individuare gli *step* da intraprendere. La prima fase si articola in otto giornate formative organizzate in quattro moduli e coordinate dall’*Academy* di Borsa Italiana e dall’Università Bocconi. Il primo modulo prevede un focus sui percorsi di crescita e di internazionalizzazione che la piattaforma *Élite* offre. Il secondo è incentrato sulla cultura aziendale e la *governance* come strumenti per la crescita. Il terzo modulo analizza l’impatto della crescita sulla responsabilità dell’organo amministrativo e sui sistemi di *reporting*. Il quarto e ultimo modulo prevede un focus sui sistemi di ottenimento delle risorse finanziarie e sulla comunicazione strategica d’impresa¹¹.

¹¹ Elite Growth, Thinking Long Term – Slides di presentazione, aprile 2015: <https://www.elite-growth.com>.

Dopo aver concluso la fase formativa le imprese entrano nella successiva fase di *coaching* c.d. “*Get fit*”, durante la quale, grazie all’ampio bagaglio di suggerimenti e linee guida derivanti dalla fase precedente, avviene l’implementazione di tutti i cambiamenti necessari a sviluppare il proprio progetto di crescita. All’inizio di questa seconda fase l’impresa effettua un *check-up* di valutazione del proprio grado di sviluppo e procede alla definizione di tutti i *gap* da colmare. Durante l’intero svolgimento della fase di “allenamento”, anch’essa della durata di un anno, la società è affiancata da un *Élite Team*, un gruppo di professionisti altamente qualificati che Borsa Italiana mette a disposizione dell’azienda per l’implementazione delle specifiche esigenze di crescita e sviluppo. La fase “*Get fit*” si conclude formalmente con l’ottenimento del “Certificato di Qualità *Élite*”, indispensabile per passare alla fase conclusiva del progetto¹².

La terza ed ultima fase, definita “*Get value*”, consente alle imprese di avere accesso ad una moltitudine di opportunità di *business*, *networking* e finanziamento per la propria crescita futura. Dopo aver ricevuto il “Certificato di Qualità *Élite*” hanno accesso ad una selezionata e variegata comunità finanziaria nazionale ed internazionale composta da *private equity*, investitori istituzionali, imprenditori, *management* di gruppi quotati e professionisti di Borsa Italiana. L’impresa può beneficiare della visibilità che la piattaforma *web* di *Élite* e le principali testate giornalistiche nazionali e locali offrono nei confronti dei *target* di interesse più strategici. Il confronto tra le varie società facenti parte del progetto e quelle quotate in Italia e al LSE di Londra consente di originare opportunità di “*business matching*” e di condividere esperienze e *know-how* tra aziende con caratteristiche simili¹³. Per quanto riguarda le opportunità di *networking*, oltre alla visibilità sulla piattaforma *web* dedicata, le imprese hanno accesso alla comunità dei *Partner Equity Markets* di Borsa Italiana. Questi ultimi corrispondono ad istituzioni bancarie e società di consulenza che operano sul mercato dei capitali e condividono con Borsa Italiana l’impegno a sostenere lo sviluppo del sistema imprenditoriale italiano, fungendo da figure di supporto per le piccole e medie imprese italiane in ogni fase del loro ciclo di vita. Infine, grazie all’accesso privilegiato ai mercati finanziari che la piattaforma *Élite* offre, le aziende possono sfruttare innumerevoli opportunità di *funding* a livello sia nazionale che internazionale, le quali verranno esaminate più nel dettaglio nel corso della seguente trattazione.

1.4 Il Network *Élite*, le opportunità e i benefici

Il programma *Élite*, oltre al percorso di formazione *Élite Growth*, mette a disposizione delle imprese due piattaforme, che permettono alle imprese di poter sfruttare le numerose opportunità

¹² Elite Growth, Thinking Long Term – Slides di presentazione, aprile 2015: <https://www.elite-growth.com>.

¹³ Elite Growth, Thinking Long Term – Slides di presentazione, aprile 2015: <https://www.elite-growth.com>.

sopraelencate: *Élite Connect*, introdotta nel novembre 2015 ed *Élite Club Deal*, lanciata nel luglio 2016.



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

1.4.1 *Élite Connect*

Élite Connect è una piattaforma che permette a società quotate, *investor relation manager*, investitori istituzionali e *broker* di operare in maniera esclusivamente digitale, consentendo di eseguire in remoto tutte le attività tipiche delle relazioni tra investitori. *Élite Connect* risponde all'esigenza di integrare alcune attività proprie dell'*investor relation* con strumenti digitali, permettendo in tal modo di risparmiare tempo e denaro e andando ad alimentare una rete di dimensioni globali. I soggetti presenti in *Élite Connect* possono sfruttare le tecnologie che la piattaforma mette a disposizione per organizzare *videocall* attraverso le c.d. "meeting room", condividere documenti o fare presentazioni pubbliche e pianificare incontri anche attraverso l'utilizzo di un calendario integrato. Tra gli *asset* più funzionali del sito figurano il motore di ricerca per società e investitori che attraverso alcuni pratici filtri permette tra le altre funzioni, la localizzazione geografica e l'individuazione del settore industriale di riferimento¹⁴.

1.4.2 *Élite Club Deal*

Élite Club Deal è una piattaforma di *private placement* ideata per facilitare il contatto tra le imprese e gli investitori professionali, facilitando per le prime il processo di raccolta dei capitali necessari a finanziare i propri progetti di crescita, per i secondi l'identificazione delle migliori aziende in cui far confluire i propri investimenti. L'impresa in cerca di capitali, supportata da un *partner* Élite (che può essere un *advisor* legale, strategico e/o finanziario) nella preparazione di tutta la documentazione societaria richiesta, apre una posizione nella *data room* virtuale presente nella piattaforma, indicando le condizioni della propria offerta. Si avvia così in maniera automatica la ricerca di un primo potenziale investitore disposto a garantire un ammontare minimo (in genere circa il 25-30%) del totale da raccogliere, il c.d. "Cornerstone Investor". I termini e le condizioni definitivi dell'offerta vengono negoziati con il *Cornerstone Investor* a seguito di un processo di *due*

¹⁴ Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/eliteconnect.htm>

diligence, previo assenso della società emittente. Successivamente l'impresa ha la facoltà di aprire la sua *data room* virtuale a tutti gli altri investitori interessati ad investire capitali che hanno ricevuto un suo preventivo gradimento, i c.d. "*follow-on investors*". La sottoscrizione degli ordini da parte dei "*follow-on investors*" avviene all'interno della *data room* sulla base dei termini e delle condizioni preventivamente definiti dal *Cornerstone Investor* e dalla società emittente, sempre con il supporto di intermediari ed *advisors*¹⁵. Questi ultimi svolgono anche la funzione di facilitare l'introduzione di investitori terzi facenti parte della propria rete nel *network* Élite, previo riconoscimento di una *success fee* solitamente parametrata alla raccolta di capitali avvenuta nella piattaforma *Élite Club Deal*¹⁶. Infine, una volta selezionato il *book* di ordini da eseguire sulla piattaforma, la gestione dei flussi finanziari connessi alla transazione avviene tramite Montetitolì S.P.A. o altre banche c.d. *Settlement*¹⁷.

1.4.3 Élite Partnerships

Come già anticipato, in merito alle *partnerships* strutturate all'interno del *network* Élite, la piattaforma ha accreditato molte tra le più importanti istituzioni bancarie come *Deutsche Bank* e *Unicredit*, le principali società di *Advisory* e di revisione contabile (le c.d. "*Big Four*¹⁸"), gli studi legali e le società di comunicazione finanziaria più riconosciuti per transazioni simili, nonché alcune importanti realtà accademiche come l'Università Bocconi e la *London Business School*. Con pratiche allineate ai migliori *standard* internazionali, i *Partner* collaborano con Élite e Borsa Italiana per supportare e far crescere le piccole e medie imprese in ogni fase del loro ciclo di vita incluso la raccolta di capitale¹⁹.

Un altro strumento che ha contribuito notevolmente all'espansione di Élite è stato sicuramente il modello "*Lounge Partner*", in cui il promotore del *Lounge* si impegna ad offrire alla PMI un *set* di servizi di consulenza personalizzati in base ai bisogni del cliente che può beneficiare delle sue conoscenze e di una maggiore "*customer loyalty*".

Nella seguente immagine sono raffigurati i più importanti *Lounge Partner* di Élite.

¹⁵ L'utilizzo di una *data room* virtuale presenta il duplice vantaggio di consentire l'accesso solo agli investitori autorizzati e di non presentare per la società nessun obbligo di *disclosure* e pubblicizzazione delle avvenute operazioni.

¹⁶ La *success fee* può variare in relazione alla tipologia di operazione (*Equity* o *Debito*), alla rilevanza dell'operazione, agli attori coinvolti, ecc.

¹⁷ *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli, Milano, 2014, "ELITE Club Deal", pp.80-83.

¹⁸ Con l'espressione *Big Four* si identificano le quattro società di revisione che si spartiscono il mercato di riferimento, che sono: Deloitte, PwC, Ernst & Young e KPMG.

¹⁹ *Elite partnership*: <https://www.elite-network.com/it/partners/what-is-elite-partnership>.



[Fonte: <https://www.elite-network.com/it/partners/what-is-elite-partnership>]

Tra i vari *Lounge Partner* vale la pena menzionare a carattere esemplificativo il *Leonardo Corporate Lounge* e l'*Élite Banca Mediolanum Lounge*, entrambi di recente istituzione.

Il *Leonardo Corporate Lounge* si inserisce all'interno del progetto LEAP2020 e ha come obiettivo quello di sostenere le filiere e i comparti strategici della *supply chain* di Leonardo attraverso strumenti personalizzati alle esigenze specifiche dei settori aerospaziali, della difesa e della sicurezza²⁰.

Grazie alla *partnership* strategica con l'*Élite Banca Mediolanum Lounge*, 21 eccellenze italiane provenienti da *industries* eterogenee hanno avuto la possibilità di entrare a far parte della *Community Élite* (febbraio 2019).

“Il lancio della prima Élite Banca Mediolanum Lounge rappresenta un ulteriore importante passo sul percorso di crescita e innovazione che l'azienda da sempre persegue come obiettivo prioritario e che nel corso degli ultimi anni ci ha permesso sempre più di costruire e consolidare il rapporto fiduciario con i clienti imprenditori e dunque con le loro piccole e medie imprese”, afferma Massimo Doris, CEO di Banca Mediolanum.

L'Amministratore Delegato sottolinea ulteriormente l'importanza che le PMI rivestono all'interno del tessuto industriale nazionale, affermando: *“siamo sempre stati convinti che il nostro tessuto imprenditoriale rappresenti un patrimonio imprescindibile per un sistema paese produttivo, competitivo, orientato al futuro e pronto a cogliere le sfide internazionali che lo aspettano, e che per farlo con successo occorra un più agevole accesso a strumenti di finanziamento alternativi a quello del credito bancario”*²¹.

²⁰ La presenza di Leonardo all'interno del progetto LEAP2020 e della *Lounge* rappresenta un importante conferma del ruolo di *Élite* per la politica industriale del Paese.

²¹ Borsa Italiana, comunicato del 27 febbraio 2019: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2019/lounge-elite-mediolanum.htm>.

2. L'allineamento del *Framework di corporate governance Élite* al codice civile e al Codice di Autodisciplina

Quando si tratta di piccole e medie imprese, un Governo Societario articolato e trasparente non di rado è più un auspicio che la realtà. Spesso, infatti, le PMI, identificandosi nella struttura imprenditore-gestore, tendono a sottovalutare l'importanza delle buone prassi di *corporate governance* che, invece, sono vitali per il corretto funzionamento di qualsiasi azienda e per il raggiungimento dell'obiettivo di creazione di valore nel medio-lungo periodo. Anche nelle PMI, la *governance*, infatti, non è da considerare solo come il fine a cui le imprese devono ambire, ma un mezzo necessario per il perseguimento degli obiettivi aziendali, tra cui vi rientra anche un più facile accesso al mercato dei capitali risultando più attrattive agli occhi degli investitori. In quest'ottica, un'organizzazione più complessa e trasparente non costituisce un costo improduttivo, ma un investimento che genera valore nel tempo²².

Grazie alla collaborazione con Confindustria e Assonime, la piattaforma Élite di Borsa Italiana ha realizzato nel marzo 2019 il "*Framework di governo societario Élite*"²³. Il documento si prefigge di fornire un primo approccio alla *corporate governance* per le piccole e medie imprese con ambizioni di crescita e accesso al mercato dei capitali, ponendosi in continuità rispetto al *Codice di Autodisciplina delle Società quotate*²⁴ (anche "**Codice di Autodisciplina**"), del quale condivide molti dei suoi pilastri fondamentali. Uno di questi è rappresentato sicuramente dalla centralità nella gestione dei processi aziendali dell'organo amministrativo, il quale deve presentare al suo interno professionalità adeguate e competenze differenziate. In tale ottica risulta opportuno per le imprese dotarsi di un organo amministrativo collegiale che apra la sua composizione a figure indipendenti rispetto alla proprietà, oltre che individuare un presidente che garantisca l'efficace funzionamento dell'organo stesso. Un altro pilastro che entrambi i codici di comportamento condividono è il principio della managerialità, che consiste nel ricorso da parte del *management* a criteri razionali nell'assunzione delle decisioni e nella pianificazione di ogni aspetto della gestione operativa. È poi presente sia all'interno del Codice di Autodisciplina che del *Framework di governo societario Élite* il principio della remunerazione degli amministratori. Tale principio si pone come finalità quella di attrarre le competenze professionali necessarie per la realizzazione degli obiettivi strategici dell'impresa, oltre che l'incentivazione alla creazione di valore nel medio-lungo periodo. È consigliato, infine, che le imprese si dotino di un appropriato assetto organizzativo e di sistemi di controllo interno e gestione dei rischi aziendali adeguatamente formalizzati. Le buone prassi di

²² Corriere della Sera, L'economia, *Pmi sul mercato? Questione di "governance"*, Bocconi, 04/03/2019.

²³ Anche detto "*Codice di corporate governance Élite*".

²⁴ Il Codice di Autodisciplina è un documento ad adesione volontaria, predisposto dal Comitato per la Corporate Governance che sintetizza e raccomanda una serie di principi di buon governo societario allineati alle *best practice* internazionali.

corporate governance prevedono, infatti, la presenza all'interno delle società quotate di appositi organi deputati al controllo e alla vigilanza nei confronti dell'organo amministrativo, come il collegio sindacale e la revisione contabile esterna, oltre alla funzione di *internal audit*, quale responsabile del controllo interno chiamato a vigilare sul rispetto delle regole, delle procedure e del funzionamento delle strutture organizzative²⁵.

Nel corso della trattazione si prenderà in considerazione unicamente la disciplina civilistica delle società per azioni, unitamente alle relative indicazioni fornite dal Codice di Autodisciplina, essendo questa la forma societaria necessaria per accedere con maggior facilità al mercato dei capitali e, in ogni caso, quella richiesta per la quotazione in Borsa cui le società del programma *Élite* ambiscono: in quest'ottica infatti il *Framework di corporate governance Élite* fa esplicito richiamo ad entrambi.

La riforma del diritto societario del 2003²⁶ ha previsto una tripartizione dei sistemi di amministrazione e controllo in base alla composizione e alle funzioni svolte dai diversi organi che li compongono. Le imprese, dunque, possono adottare tre differenti tipologie di sistema: il sistema tradizionale, il sistema dualistico (di derivazione tedesca) e sistema monistico (di ispirazione anglosassone). Questi ultimi due, tuttavia, trovano applicazione solamente se espressamente adottati in sede di costituzione della società o con successiva modifica statutaria (ex art. 2380 c.c.). Nei successivi tre paragrafi verrà svolto un approfondimento sugli organi di amministrazione e controllo del sistema tradizionale e dei sistemi alternativi (quest'ultimo di estensione marginale per via della minor concreta applicazione dei suddetti sistemi). Nel quarto e conclusivo paragrafo, invece, verrà analizzata la funzione della *corporate governance* come strumento di creazione di valore per le imprese.

2.1 L'organo amministrativo nel sistema tradizionale

2.1.1 La centralità dell'organo amministrativo nel diritto societario

Con la riforma del diritto societario del 2003, il legislatore ha voluto assegnare all'organo amministrativo una posizione di centralità all'interno dell'organizzazione della società per azioni, affidandogli la gestione esclusiva dell'impresa e il dovere/potere di compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380-bis c.c., comma 1). Il legislatore, pur escludendo l'assemblea dalle scelte inerenti la conduzione dell'attività d'impresa (salvo il limite posto dall'art. 2364 c.c., comma 1 n.5, che estende il margine di interferenza dell'assemblea alle delibere a sé attribuite per legge o alle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il

²⁵ Elite *Framework* di Governo Societario, gennaio 2019.

²⁶ La riforma è stata introdotta dal d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 denominato "*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*".

compimento di atti degli amministratori), ha tuttavia posto un limite legale entro cui circoscrivere la funzione di gestione demandata agli amministratori, rappresentato dall'oggetto sociale indicato nello statuto²⁷.

Anche il Codice di Autodisciplina, allineandosi alla posizione del codice civile, ha riconosciuto piena centralità all'organo amministrativo. Ad esso, infatti, è affidato il fine ultimo della creazione di valore per gli azionisti, come affermato nel secondo principio dell'art. 1 dove è previsto che *“Gli amministratori agiscono e deliberano con cognizione di causa e in autonomia, perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”*. Il Codice di Autodisciplina sottolinea, inoltre, il ruolo fondamentale che l'organo di amministrazione svolge nella gestione dei rischi aziendali e nella valutazione dell'effettivo funzionamento del sistema dei controlli interni, in un'ottica di sostenibilità di medio-lungo periodo.

Nel sistema tradizionale, inoltre, la società per azioni non quotata può avere sia un organo amministrativo unipersonale (il cd “amministratore unico”), che un organo amministrativo pluripersonale, ovvero il consiglio di amministrazione. Le società quotate, invece, devono obbligatoriamente adottare quest'ultima forma di organo amministrativo, dal momento che all'aumentare della dimensione, l'azienda tende ad ampliare la sua articolazione organizzativa richiedendo un mutamento delle funzioni dell'organo gestorio. L'organo amministrativo, infatti, tende ad individuarsi sempre meno nella gestione *day by day* dell'impresa, per orientarsi maggiormente verso compiti di *monitoring* dell'attività del *management* e di definizione delle linee strategiche dell'attività aziendale²⁸.

2.1.2 Il consiglio di amministrazione e le sue funzioni

L'art. 2381 c.c., comma 3, individua le principali funzioni svolte dal consiglio di amministrazione che, sulla base delle informazioni ricevute: *“...omissis... valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione”*.

Il consiglio di amministrazione, dunque, svolge diverse funzioni, che si esplicano formalmente (i) nell'alta direzione e nella vigilanza sull'architettura organizzativa della società, (ii) nell'attribuzione delle deleghe (attraverso la creazione di figure quali il “comitato esecutivo” e “l'amministratore delegato”), (iii) nelle decisioni inerenti la politica di remunerazione degli

²⁷ Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione, “L'organo di amministrazione”, pp.123-126.

²⁸ Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione, “L'organo di amministrazione”, pp.123-126.

amministratori, (iv) nella sovrintendenza sul generale andamento della gestione ed, infine, (v) nell'esame e nell'approvazione delle operazioni maggiormente rilevanti (con particolare attenzione nel caso in cui concorrano interessi degli amministratori stessi o di altre parti correlate)²⁹.

Il Codice di Autodisciplina disciplina e dettaglia le funzioni svolte dal consiglio di amministrazione, ovvero fornire indicazioni circa la definizione della natura e del livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'impresa, definire la procedura di comunicazione all'esterno di documenti e informazioni della società - con particolare riguardo per le informazioni privilegiate³⁰ - ed infine, valutare il funzionamento e la composizione del consiglio stesso e dei suoi comitati, tenendo in considerazione le caratteristiche manageriali, l'anzianità e la rappresentazione di genere dei suoi componenti (tale autovalutazione, viene effettuata almeno una volta l'anno e prende il nome di "board evaluation")³¹.

Il *Framework di corporate governance Élite* risulta allineato sia all'articolo 1381 c.c. sia ai principi e criteri indicati nel Codice di Autodisciplina. È possibile infatti evincere dal predetto *Framework* che "l'impresa è gestita sotto l'indirizzo e la supervisione di un organo amministrativo collegiale, nominato dai soci, che definisce la strategia dell'impresa e ne monitora l'implementazione, curando che la gestione sia allineata all'interesse di tutti i soci"³².

Le funzioni del consiglio di amministrazione, dunque, possono essere sintetizzate nella ripartizione tra "potere gestorio", in base al quale devono essere compiute tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale, e "potere di rappresentanza", in base al quale gli amministratori possono manifestare all'esterno la volontà sociale, ponendo in essere gli atti giuridici in cui si concretizza l'attività d'impresa³³. Il potere gestorio riguarda l'attività amministrativa interna e può essere esercitato esclusivamente in forma collegiale dal consiglio di amministrazione o dal comitato esecutivo, qualora ne abbia i poteri. Il potere di rappresentanza, invece, riguarda l'attività esterna e compete ad uno o più amministratori, i quali lo possono esercitare disgiuntamente o congiuntamente³⁴.

²⁹ Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione, "L'organo di amministrazione", pp.123-126.

³⁰ "Per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari", TUF, art.181.

³¹ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018, art.1.

³² *Elite Framework* di Governo Societario, gennaio 2019, <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2019/elite-framework-corporate-governance.htm>.

³³ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "Amministrazione", pp.354-356.

³⁴ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "Amministrazione", pp.377-381.

2.1.3 La composizione del consiglio di amministrazione e il ruolo degli amministratori indipendenti

Per quanto concerne la composizione del consiglio di amministrazione, la sua struttura può variare in base alle diverse esigenze operative dell'impresa. In tal senso, esso può essere articolato attraverso la creazione di organi delegati, con l'obiettivo di rendere più razionale ed efficiente la gestione delle attività aziendali. Gli organi delegati, che rispondono alla figura del comitato esecutivo e dell'amministratore delegato, *“curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate”* (art.2381 c.c., comma quinto). Il comitato esecutivo è un organo collegiale le cui decisioni vengono adottate in riunioni alle quali sono chiamati ad assistere anche i membri del collegio sindacale. L'amministratore delegato, invece, è un organo unipersonale cui è affidata la rappresentanza della società. Secondo quanto previsto dall'art. 2381 c.c., comma 3, *“il consiglio di amministrazione determina il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega ...omissis...”*. Come già anticipato, la *ratio* del legislatore è, dunque, quella di non spogliare completamente il consiglio delle attribuzioni delegate, affidandogli in ogni caso una posizione sovraordinata rispetto agli organi incaricati³⁵.

Da non sottovalutare è anche il ruolo svolto dagli amministratori non esecutivi, il cui contributo risulta particolarmente utile per la risoluzione di tematiche³⁶ che potrebbero strutturalmente insorgere per via del mancato allineamento tra gli interessi degli amministratori esecutivi e quelli degli azionisti³⁷. Gli amministratori non esecutivi, inoltre, sono spesso in grado di portare competenze tecniche e professionali non presenti all'interno della società, arricchendo in tal modo le discussioni del consiglio stesso e contribuendo a raggiungere decisioni più consapevoli³⁸.

Tra gli amministratori non esecutivi, possono ricevere la qualifica di “indipendenti” coloro che posseggono determinati requisiti personali previsti dalle disposizioni normative del Testo Unico della Finanza (“TUF”)³⁹. Sebbene la distinzione tra i due ruoli sia spesso oggetto di confusione, le due figure presentano elementi di diversificazione: gli amministratori indipendenti, innanzitutto, devono essere *“liberi da relazioni professionali, familiari o di altro genere con le società, il suo*

³⁵ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, “Amministrazione”, pp.374-376.

³⁶ Si fa riferimento a tematiche quali la remunerazione degli stessi amministratori esecutivi o la scelta dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi.

³⁷ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018, art.2.

³⁸ Di Donato, *Gli amministratori indipendenti, Corporate governance, earnings management*, Luiss University Press, 2012, “I costi di agenzia: ruolo del consiglio di amministrazione e degli amministratori indipendenti”, pp. 51-58.

³⁹ D. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998.

azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, tali da creare potenziali conflitti d'interesse in grado di poter influenzare il loro giudizio", in accordo con la Raccomandazione 2005/1 62/CE del 15 febbraio 2005 della Commissione europea⁴⁰.

Anche l'art.3 del Codice di Autodisciplina individua le diverse fattispecie causa di mancata indipendenza per gli amministratori non esecutivi, pur specificando che esse non vadano considerate tassative e che debbano essere valutate secondo il principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Sono causa di mancata indipendenza per gli amministratori non esecutivi⁴¹:

- l'esercizio in forma diretta o indiretta (tramite società controllate, fiduciari, interposta persona o patti parasociali) di un'influenza notevole sulla società;
- l'essere stato nei tre esercizi precedenti una figura di rilievo nella società, in una controllata o in una controllante;
- l'aver intrattenuto direttamente o indirettamente (anche in qualità di *partner* di una società di consulenza) relazioni commerciali, finanziarie e professionali con la società, con una sua controllata o con una controllante nell'esercizio precedente;
- l'aver ricevuto nei tre esercizi precedenti una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto al compenso fisso dalla società o da una sua controllata/controlante.

Pur differenziandosi dalla figura dell'amministratore non esecutivo in base alle sopracitate fattispecie, i compiti e le funzioni che l'amministratore indipendente ricopre sono sostanzialmente gli stessi: svolge, infatti, un ruolo di mitigazione dei conflitti d'interesse sia nel rapporto tra socio di controllo e azionisti di minoranza che in quello tra organo amministrativo e collegio sindacale. In conclusione, si può affermare che sebbene la figura dell'amministratore indipendente non sia sufficiente a garantire l'efficienza dell'organo amministrativo, tuttavia, la sua presenza in numero adeguato può risultare estremamente utile come strumento per prevenire la realizzazione di comportamenti talvolta in contrasto con il corretto svolgimento delle attività aziendali⁴².

Va sottolineato, infine, il fondamentale ruolo che ricopre la figura del Presidente all'interno del consiglio di amministrazione, in quanto responsabile del funzionamento dell'organo. Egli si occupa di convocare il consiglio di amministrazione e fissarne l'ordine del giorno, garantendo che gli amministratori ricevano con congruo anticipo tutte le informazioni necessarie per l'assunzione di decisioni informate e assicurando che siano adeguatamente verbalizzate le discussioni svolte e le decisioni prese nel corso delle sedute.

⁴⁰ Di Donato, *Gli amministratori indipendenti, Corporate governance, earnings management*, Luiss University Press, 2012, "I costi di agenzia: ruolo del consiglio di amministrazione e degli amministratori indipendenti", pp. 51-58.

⁴¹ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018, art.3.

⁴² Di Donato, *Gli amministratori indipendenti, Corporate governance, earnings management*, Luiss University Press, 2012, "I costi di agenzia: ruolo del consiglio di amministrazione e degli amministratori indipendenti", pp. 51-58.

In conclusione, la composizione del consiglio di amministrazione nelle società per azioni rappresenta uno degli elementi maggiormente considerati dagli *stakeholders* nella valutazione della qualità della *governance* di una società. Gli investitori, infatti, tendono a preferire le società che presentano consigli di amministrazione in cui sono adeguatamente rappresentate le diverse componenti (esecutiva, non esecutiva, indipendente) anche nelle diverse competenze professionali e manageriali, in considerazione dei benefici che può portare la presenza nel consiglio di diversi generi, anzianità di carica e competenze diversificate⁴³.

Le società, dunque, nella formazione dei loro consigli di amministrazione, devono porre l'attenzione su tre aspetti fondamentali: la diversità professionale, la diversità di genere e la diversità internazionale. Per quanto riguarda il primo aspetto, bisogna evidenziare come oggi sia sempre più importante per gli organi di *governance* possedere competenze di carattere economico oltre che su temi ambientali e sociali, per adattarsi alla crescente complessità dei mercati mondiali e per raggiungere gli obiettivi finanziari della società. La diversità di genere, invece, costituisce un punto di forza in quanto in grado di arricchire il dibattito e migliorare la qualità delle decisioni consiliari, mitigando il rischio di appiattimento verso un "pensiero collettivo indifferenziato", il c.d. *groupthink*. Per questo motivo il Codice di Autodisciplina ritiene opportuno che il consiglio di amministrazione sia costituito per almeno un terzo da amministratori del genere meno rappresentato. La presenza di soggetti provenienti da diverse aree geografiche, infine, costituisce un fattore vantaggioso soprattutto per le aziende presenti a livello internazionale, permettendo loro di acquisire una migliore conoscenza dei diversi mercati locali in cui operano⁴⁴.

2.1.4 I sistemi di remunerazione degli amministratori come incentivo all'accrescimento del valore dell'azienda – le Stock Option

L'art. 2389 c.c. prevede la possibilità per gli amministratori di ricevere un compenso per la loro attività. Esso, in assenza di diverse previsioni statutarie, viene determinato dall'assemblea dei soci. Tuttavia, per gli amministratori investiti di "*particolari cariche in conformità con lo statuto*" (come ad esempio l'amministratore delegato), è il consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale, definire la remunerazione (art.2389 c.c., terzo comma). Tale compenso generalmente prevede una parte fissa ed una variabile, rapportata al raggiungimento di determinati obiettivi⁴⁵.

⁴³ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018, art.5.

⁴⁴ Marroni, *L'importanza della composizione dell'organo di amministrazione di Spa*, in "Amministrazione e Finanza" n.7 del 2018, p.50.

⁴⁵ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "Amministrazione", pp.365-368.

Nella prassi societaria italiana sono ormai ampiamente diffusi i c.d. “piani di *stock options*”, i quali prevedono forme di remunerazione degli amministratori attraverso azioni o altri strumenti finanziari.

I piani di *stock options* possono essere attuati attraverso diverse modalità⁴⁶:

- l’assegnazione in forma gratuita di azioni ai dipendenti (*stock grant*), disciplinata dall’art.2349 c.c.;
- l’attribuzione del diritto di acquistare immediatamente e ad un prezzo predeterminato azioni proprie (*stock purchase*);
- la concessione di opzioni per il futuro acquisto azioni a scadenza prefissate e ad un prezzo predeterminato (*stock options* in senso stretto).

L’adozione di tali piani presenta diversi vantaggi. *In primis* agisce come forma di incentivazione per gli amministratori verso una maggiore produttività e verso la creazione di valore dell’azienda a vantaggio degli azionisti. L’ancoraggio di parte del loro compenso all’andamento dei titoli azionari (o di altri strumenti finanziari), infatti, rappresenta un fattore in grado di allineare gli interessi degli amministratori al perseguimento dell’obiettivo prioritario della massimizzazione del valore azionario nel medio-lungo periodo. L’adozione dei piani di *stock option*, inoltre, risponde all’esigenza di favorire la fidelizzazione dei dipendenti, rendendoli indifferenti ad eventuali offerte economiche concorrenti⁴⁷.

Occorre osservare, tuttavia, che esistono anche dei limiti nell’applicazione di tali piani. In primo luogo, bisogna considerare l’ipotesi in cui l’eventuale andamento positivo dei titoli, almeno nel breve periodo, non sia la conseguenza della *performance* positiva degli amministratori, ma l’effetto dell’andamento complessivamente positivo del mercato o del settore di appartenenza della società (c.d. fenomeno del “*pay without performance*”⁴⁸). In tal caso, il valore degli strumenti finanziari incrementerebbe per via di fattori indipendenti alla condotta virtuosa degli amministratori (“effetto *windfall*”), andando a premiare ingiustificatamente questi ultimi. Un ulteriore aspetto critico da considerare nell’applicazione dei piani di *stock option* potrebbe essere una politica gestoria volta a incrementare il valore azionario nel breve periodo, attraverso, ad esempio, operazioni di “gonfiaggio” degli utili o manipolazioni delle informazioni sensibili⁴⁹.

Al fine di ridurre al minimo possibili comportamenti opportunistici degli amministratori a partire dalle assemblee di approvazione dei bilanci d’esercizio del 2011 sono diventate obbligatorie

⁴⁶ Prestipino, *Articolo 114-bis TUF*, in *Commentario TUF* a cura di Francesco Vella, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

⁴⁷ Prestipino, *Articolo 114-bis TUF*, in *Commentario TUF* a cura di Francesco Vella, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

⁴⁸ Di Toro, *Corporate Governance*, “Conflitti d’interesse”, Gruppo 24 Ore, 2010, pp.247-251.

⁴⁹ Prestipino, *Articolo 114-bis TUF*, in *Commentario TUF* a cura di Francesco Vella, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

nelle società quotate alcune regole in materia di trasparenza delle informazioni relative alla remunerazione degli amministratori. In quest'ottica, l'art.123-ter del TUF ha reso obbligatoria la redazione di un documento contenente tutte le informazioni relative alle politiche retributive degli amministratori delle società quotate, la c.d. "Relazione sulla remunerazione". Sulla base di quanto disposto dal secondo comma del suddetto articolo, la predetta relazione si articola in due sezioni: la prima offre informazioni di carattere generale sulle procedure utilizzate nell'ambito delle politiche di remunerazione adottate dalla società; la seconda, invece, fornisce informazioni più dettagliate sulla natura dei compensi e sulla loro suddivisione tra i vari amministratori presenti nel consiglio. Ferma restando la competenza del consiglio di amministrazione per la predisposizione e per l'approvazione della relazione, essa è sottoposta all'ulteriore deliberazione non vincolante dell'assemblea, il cui esito viene comunque messo a disposizione del pubblico. La *ratio* della relazione è, dunque, quella di riassumere in un unico documento tutte le informazioni riguardanti la politica delle remunerazioni dell'azienda, consentendo in tal modo, agli azionisti e ai terzi di giudicare nel complesso l'operato di ogni singolo amministratore in relazione al compenso da questi percepito⁵⁰.

2.2 *Gli organi di controllo a presidio dei rischi aziendali e a tutela della trasparenza*

2.2.1 *Il collegio sindacale*

La definizione del ruolo del collegio sindacale all'interno del sistema del controllo interno aziendale è sempre stata controversa ed ha subito diverse interpretazioni nel corso degli anni. Secondo l'impostazione originaria del codice del '42 il collegio sindacale era l'organo preposto al controllo diretto sull'operato degli amministratori sotto il profilo contabile e della legalità. In seguito, con la legge n. 216/1974, la funzione di controllo contabile è stata sottratta al collegio sindacale e attribuita ad una apposita società di revisione iscritta all'albo dei revisori contabili. La seguente impostazione è stata poi mantenuta fino all'introduzione del TUF, il cui art.149, uniformandosi al codice civile, attribuisce al collegio sindacale le funzioni di vigilanza "*sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo*", "*sul rispetto dei principi di corretta amministrazione*", "*sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione*" ed infine,

⁵⁰ Argenzio, *Il regime informativo della remunerazione degli amministratori di società quotate*, in "Bilancio e Reddito d'Impresa" n.7 del 2012, p.55.

“sull’adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate” ai fini dell’adempimento agli obblighi di informazione societaria⁵¹.

Le opinioni sulla portata innovativa del TUF riguardo il ruolo del collegio sindacale nel sistema del controllo interno non sono state prive di contrasti in dottrina. In molti hanno ritenuto che la riforma societaria si sia posta in linea di continuità con il codice del ’42; altri, invece, hanno colto una significativa variazione nella definizione del suo ruolo all’interno del sistema di *corporate governance* delle società per azioni quotate. Secondo quest’ultima dottrina è infatti possibile individuare la funzione di vigilanza del collegio sindacale *post* riforma del ’98 nel controllo sulla correttezza e adeguatezza amministrativa; nel mutamento del tipo di controllo, passando da un controllo diretto *ex post* ad un controllo tendenzialmente indiretto e continuativo⁵²; nel collocamento del collegio sindacale al vertice del sistema di controlli interni⁵³.

La definizione del ruolo preminente del collegio sindacale nelle società per azioni quotate è stata poi confermata dal Codice di Autodisciplina che gli ha assegnato, tra l’altro, compiti specifici in tema di valutazione dei requisiti di indipendenza degli amministratori indipendenti, di remunerazione degli amministratori e di supervisione sul sistema di *internal audit*. L’assegnazione di tali disposizioni regolamentari conferma la posizione del Codice di Autodisciplina riguardo lo *status* del collegio sindacale, come organo al vertice del sistema di vigilanza⁵⁴. A conferma del ruolo predominante svolto dal collegio sindacale all’interno del sistema dei controlli, l’art.2403-*bis* c.c., delineando i poteri di cui l’organo gode, prevede che “*i sindaci possono in qualsiasi momento procedere, anche individualmente, ad atti di ispezione e di controllo*”. Inoltre, “*il collegio sindacale può chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull’andamento delle operazioni sociali o su determinati affari. Può altresì scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all’andamento generale dell’attività sociale*”. Ad ampi poteri corrispondono, però, anche oneri. I sindaci, tra le altre cose, sono infatti responsabili solidalmente con gli amministratori per i fatti o le omissioni compiuti da questi ultimi, nel caso in cui essi non abbiano vigilato in conformità agli obblighi di professionalità e diligenza richiesti nello svolgimento della loro carica⁵⁵.

⁵¹ *I controlli interni nelle società per azioni quotate: il ruolo del collegio sindacale*, in “Giurisprudenza Italiana” n. 11 del 2013, p.2419.

⁵² Il controllo deve avvenire sia nella fase antecedente la gestione amministrativa, per la verifica dell’adeguatezza degli assetti organizzativi, sia in una fase contestuale, per la dell’applicazione dei principi di corretta amministrazione, sia nella fase successiva della gestione amministrativa, per la verifica dell’effettivo funzionamento degli assetti organizzativi.

⁵³ *I controlli interni nelle società per azioni quotate: il ruolo del collegio sindacale*, in “Giurisprudenza Italiana” n. 11 del 2013, p.2419.

⁵⁴ *I controlli interni nelle società per azioni quotate: il ruolo del collegio sindacale*, in “Giurisprudenza Italiana” n. 11 del 2013, p.2419.

⁵⁵ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, “I controlli interni”, pp.408-409.

Per quanto riguarda la struttura e la composizione del collegio sindacale, l'art. 2397 c.c. al comma 1 dispone, che il collegio sindacale si compone di tre o cinque membri effettivi e di u sindaci supplenti. Specifica poi il secondo comma che *“almeno un membro effettivo ed un supplente devono essere scelti tra i revisori legali iscritti nell'apposito registro. I restanti membri, se non iscritti in tale registro, devono essere scelti fra gli iscritti negli albi professionali individuati con decreto del Ministro della giustizia, o fra i professori universitari di ruolo, in materie economiche o giuridiche”*. Al vertice del collegio sindacale troviamo, come nel consiglio di amministrazione, la figura del Presidente, su cui verte la responsabilità del funzionamento dell'organo.

Per quanto riguarda l'assegnazione della carica, i sindaci sono nominati nell'atto costitutivo e durano in carica per tre esercizi sociali, mentre i successivi vengono nominati dall'assemblea ordinaria, una volta verificato il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità. Ai sindaci si applicano le stesse cause di ineleggibilità e incompatibilità previste per gli amministratori, che possono essere sintetizzate nell'assenza di vincoli di parentela con gli amministratori e nell'assenza di vincoli lavorativi, di consulenza o prestazione d'opera retribuita con la società tali da poterne compromettere l'indipendenza. Inoltre, in analogia con l'organo amministrativo, i membri del collegio sindacale ricevono un compenso predeterminato e invariabile nel corso della carica. In tutte le società per azioni lo statuto può prevedere un limite al cumulo di incarichi da parte dei sindaci, per favorire un controllo più efficace da parte di questi (nelle società quotate il tetto massimo al cumulo di incarichi dei sindaci viene fissato dalla Consob secondo appositi parametri)⁵⁶.

I sindaci al termine del loro mandato sono rieleggibili, tuttavia, costituiscono causa di cessazione dall'ufficio prima della scadenza del mandato la morte, la revoca (se sussiste una giusta causa e con delibera approvata dal tribunale), la rinuncia o la decadenza dall'ufficio (al sopraggiungere di una delle sopracitate cause di ineleggibilità o in seguito alla sospensione o alla cancellazione dal registro dei revisori legali)⁵⁷.

2.2.2 La revisione legale dei conti

L'affidamento del controllo contabile ad un revisore esterno è stato inizialmente introdotto dalla riforma del '74 per le sole società quotate, e, successivamente, ripreso ed esteso a tutte le altre società per azioni nell'ambito della riforma del diritto societario del 2003. La disciplina della revisione legale è stata poi riformata dal D.lgs. n. 39/2010 (il **“Decreto”**) per le società quotate, le banche e le assicurazioni. Il Decreto regola attualmente la disciplina delle società qualificate come *“enti di interesse pubblico”*, cioè gli enti in relazione ai quali sussiste un interesse generale e condiviso alla trasparenza e accuratezza dell'informazione finanziaria. Nella qualificazione di enti

⁵⁶ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, “I controlli interni”, pp.396-402.

⁵⁷ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, “I controlli interni”, pp.396-402.

di interesse pubblico rientrerebbero, dunque, anche le PMI che al termine del percorso Élite decidono di quotarsi, motivo per cui vale la pena approfondire più nel dettaglio la disciplina della revisione legale che la regola. Più precisamente, l'art. 16 del Decreto definisce gli enti di interesse pubblico, le società emittenti azioni o altri strumenti finanziari quotati sui mercati regolamentati, le assicurazioni, le banche e le società operanti nel settore del mercato mobiliare (i.e., SGR, SIM, SICAV)⁵⁸.

Il Decreto individua, come soggetti cui può essere attribuito l'incarico, esclusivamente la "società di revisione esterna" e il "revisore unico", ai quali non è permesso alcun coinvolgimento nel processo decisionale della società controllata, in quanto potrebbe incidere sull'indipendenza del loro giudizio⁵⁹. In contrapposizione con l'art. 2409-*bis* c.c., che disciplina tutte le altre società per azioni, l'attività di revisione legale negli enti di interesse pubblico non può essere svolta dal collegio sindacale. La durata dell'incarico di revisore in questa categoria di enti può avere un'estensione di nove anni, se affidato ad una società di revisione, altrimenti di sette anni, se affidato ad un revisore unico. Infine, l'art.18 del Decreto ha introdotto l'obbligo, per i revisori o la società di revisione degli enti di interesse pubblico, di pubblicare entro tre mesi dalla fine di ogni esercizio la "Relazione di trasparenza", nella quale devono essere indicate le informazioni principali sulla forma giuridica e la struttura proprietaria della società, oltre che sui criteri e i sistemi di controllo adottati. La Consob può richiedere ai revisori di apportare eventuali modifiche o integrazioni alla predetta relazione di trasparenza⁶⁰.

Per quanto riguarda il contenuto dell'attività di revisione, l'art.2409-*ter* c.c. (successivamente abrogato dall'art. 37.9 d.lgs. n.39 del 2010⁶¹) disponeva che il revisore deve (I) verificare con cadenza almeno trimestrale la regolare tenuta delle scritture contabili, (II) accertare la corrispondenza del bilancio d'esercizio alle risultanze delle scritture contabili e alle norme che lo disciplinano ed infine (III) esprimere la propria valutazione sul bilancio d'esercizio con un apposita relazione comprendente un giudizio di conformità del bilancio alle norme di veridicità e correttezza che ne disciplinano la redazione. La funzione di controllo contabile risulta, dunque, articolata in tre distinte fasi: una fase "ispettivo-ricognitiva", volta alla raccolta delle informazioni e all'effettuazione delle verifiche funzionali al giudizio finale sul bilancio; una fase di valutazione della regolare tenuta delle rilevazioni contabili e della conformità del bilancio alle stesse; in

⁵⁸ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "I controlli interni", p.409.

⁵⁹ La disciplina in materia di indipendenza del revisore legale o della società di revisione è stata ulteriormente integrata dal D.lgs. n.135 del 17 luglio 2016.

⁶⁰ Bava, Devalle, *Revisione legale negli "enti di interesse pubblico": novità*, in "Bilancio e reddito d'impresa" n. 8 del 2010, p.61.

⁶¹ In attuazione della direttiva 2006/43/CE relativa alla revisione legale dei conti.

conclusione, una fase “comminatoria”, volta alla formulazione del proprio giudizio nella relazione e alla pubblicazione della stessa⁶².

Come visto in precedenza per la figura del sindaco, anche il revisore legale è soggetto a specifiche disposizioni in materia di conferimento e cessazione dell'incarico, nonché riguardo le cause di ineleggibilità e incompatibilità. La *ratio* dietro la disciplina, infatti, è sempre quella di preservare l'indipendenza degli organi di controllo rispetto alla gestione societaria. Per quanto riguarda il conferimento e la cessazione dell'incarico, l'art. 2409-*quater* c.c. dispone: “*l'incarico del controllo contabile è conferito dall'assemblea, sentito il collegio sindacale, la quale determina il corrispettivo spettante al revisore o alla società di revisione per l'intera durata dell'incarico*” ...*omissis*... “*l'incarico può essere revocato solo per giusta causa, sentito il parere del collegio sindacale ... omissis*...”. Per quanto riguarda, invece, le cause di ineleggibilità e incompatibilità, “*non possono essere incaricati del controllo contabile, e se incaricati decadono dall'ufficio, i sindaci della società o delle società da questa controllate, delle società che la controllano o di quelle sottoposte a comune controllo*” (art.2409 *quinquies* c.c.). Lo statuto, inoltre, può prevedere altre cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché prevedere ulteriori requisiti specifici per la qualificazione professionale del soggetto incaricato del controllo contabile.

2.2.3 Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e l'attività di Internal Audit

Le buone prassi di *governance* societaria prevedono, per le PMI con ambizioni di crescita, la dotazione di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi da affiancare agli organi precedentemente analizzati, volto all'identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi aziendali. Un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi contribuisce, infatti, ad assicurare l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, nonché il rispetto delle leggi, dello statuto sociale e delle procedure interne. Il sistema coinvolge diverse strutture, (i) il consiglio di amministrazione, che svolge un ruolo di indirizzo, supervisione e valutazione sull'adeguatezza del sistema, (ii) il comitato controllo e rischi, composto da amministratori indipendenti e con il compito di supportare le valutazioni e decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, (iii) il responsabile della funzione di *internal audit*, incaricato di verificare il funzionamento e l'adeguatezza del sistema nel suo complesso ed infine (iv) il collegio sindacale, che vigila sull'efficacia complessiva del sistema⁶³.

Per quanto riguarda, nello specifico, l'attività di *internal audit*, essa consiste nella funzione dedicata al controllo interno attraverso la verifica delle procedure e delle regole comportamentali

⁶² Vietti, La governance nelle società di capitali, Egea, 2013, “La revisione legale dei conti”, pp.560-567.

⁶³ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018, art.7.

volte a consentire una conduzione sana e prudente dell'impresa, coerentemente con gli obiettivi da questa prefissati. La funzione di *internal audit* ha come obiettivo quello di controllare la gestione operativa aziendale nel suo complesso e la presenza di rischi, andando ad individuare gli eventuali andamenti anomali o le violazioni delle procedure interne e dello statuto e supportando il *management* nella risoluzione delle criticità osservate. La funzione di *internal audit* tende a non organizzarsi secondo schemi standardizzati, bensì ad adattarsi alle specifiche esigenze aziendali in termini di dimensioni e tipologia di *business*, in quanto l'*internal audit* non svolge esclusivamente un'attività di carattere "ispettivo", ma anche di tipo "consulenziale", fornendo al *management* suggerimenti, soluzioni e interventi migliorativi per risolvere le varie criticità man mano riscontrate⁶⁴.

Per quanto concerne la figura del responsabile della funzione il consiglio di amministrazione su proposta dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e previo parere favorevole del comitato controllo e rischi, nonché sentito il collegio sindacale, nomina il responsabile della funzione *internal audit*, assicura che lo stesso sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità e ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali.

Come indicato nel Codice di Autodisciplina, alla funzione di *internal audit* viene riconosciuta una spiccata indipendenza, che "si esplica sia attraverso l'attribuzione di autonomi poteri di iniziativa nella predisposizione del piano di audit e nell'attivazione dei singoli interventi".

Al riguardo, nonostante la figura dell'*internal audit* si ponga in un rapporto di indipendenza rispetto ai responsabili delle varie aree operative, i poteri riservati al consiglio di amministrazione in questa materia denotano l'esistenza di un vero e proprio rapporto gerarchico del preposto a cui viene richiesto di riferire periodicamente sul proprio operato sia al comitato controllo e rischi che al collegio sindacale⁶⁵.

Il Codice di Autodisciplina prevede, infatti, che l'*internal audit* predisponga relazioni periodiche contenenti informazioni sui rischi aziendali individuati, sulle modalità di gestione degli stessi oltre che sullo svolgimento della propria attività. È inoltre previsto che l'*internal audit* emetta periodicamente un giudizio finale sull'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi dell'azienda, secondo le seguenti forme:⁶⁶

- *Positive Assurance*: è un giudizio complessivo sull'efficacia, adeguatezza ed operatività del sistema di controllo interno aziendale, con riferimento in particolare

⁶⁴ Anaclerio, Miglietta, Servato, *L'internal audit nelle società quotate e nei grandi gruppi: proposte applicative*, in "Amministrazione & Finanza" n. 11 del 2014, p.46.

⁶⁵ Di Toro, *Corporate Governance*, "Modelli, responsabilità e controlli", Gruppo 24 Ore, 2010, pp.224-227.

⁶⁶ Mirabelli, *L'attività dell'Internal Audit*, in "Associazione Italiana Internal Auditors", slides di presentazione, Milano, 13 ottobre 2006.

all'efficacia e all'efficienza delle attività, alla *compliance* e all'affidabilità del *reporting*. Il rilascio di tale giudizio fornisce al lettore un approfondito livello di conoscenza del controllo interno;

- *Negative Assurance*: a differenza di quanto si potrebbe percepire dal nome, non si tratta di un giudizio negativo sul controllo interno, ma semplicemente di un'indicazione sul fatto che non sono emerse, durante l'attività di monitoraggio, evidenze tali da far ritenere il sistema di controllo interno non efficace o inadeguato;
- *Qualified Opinion*: è una valutazione che mette in evidenza delle eccezioni rispetto al giudizio complessivo (l'eccezione potrebbe essere riconducibile ad una determinata area o attività operativa);
- *Adverse Opinion*: si tratta, in questo caso, di un giudizio negativo, che evidenzia l'inadeguatezza e/o non effettiva operatività del sistema di controllo interno, comportando l'assunzione di un livello di rischio eccessivo per l'azienda.

2.3 *I sistemi alternativi di amministrazione e controllo*

Come anticipato il sistema tradizionale, fondato sulla tripartizione assemblea, organo di amministrazione e collegio sindacale, è stato affiancato con la riforma del diritto societario del 2003 da due ulteriori modelli⁶⁷ ovvero:

- il “sistema dualistico”, di ispirazione germanica, caratterizzato dalla presenza di un “consiglio di gestione”, dotato dei poteri di amministrazione, nominato da un “consiglio di sorveglianza”, eletto a sua volta dall'assemblea e dotato dei poteri di controllo;
- il “sistema monistico”, di ispirazione anglosassone, che prevede la presenza di un consiglio di amministrazione, a cui sono affidati i poteri gestori, che elegge a sua volta un comitato per il controllo sulla gestione al proprio interno, composto prevalentemente da amministratori non esecutivi e indipendenti dotati di poteri di informazione e ispezione.

Le ragioni dell'introduzione di tali sistemi alternativi risiedono nell'esigenza di allineare la disciplina nazionale in materia di modelli di amministrazione e controllo e quella europea, posto che quest'ultima contempla esclusivamente il dualistico e il monistico come sistemi di *governance*. Il legislatore ha ritenuto utile assicurare alle società per azioni italiane la possibilità di adottare il

⁶⁷ Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione, “Gli organi della società per azioni: profili generali”, pp.71-83.

sistema di amministrazione e controllo più opportuno, sulla base delle diverse esigenze relative alla natura e alle dimensioni dell'impresa, senza dover "emigrare" in altri paesi⁶⁸.

Bisogna evidenziare, tuttavia, che le opportunità offerte dai nuovi sistemi di *governance* non sono ancora state sfruttate a pieno, avendo la maggioranza delle società per azioni conservato nel proprio statuto il sistema tradizionale di amministrazione e controllo. All'indomani della riforma del diritto societario, infatti, non sono mancate le perplessità circa l'apparente contrasto dei sistemi alternativi con il TUF e il Codice di Autodisciplina, per via della mancata presenza al loro interno di un organo centrale ed imprescindibile quale il collegio sindacale. Si trattava, tuttavia, di obiezioni infondate, in quanto è stata in seguito dimostrata la neutralità dei sistemi alternativi rispetto al modello tradizionale riguardo la tutela degli interessi dei soci e l'efficienza dei controlli societari⁶⁹. Inoltre, la stragrande maggioranza delle società continua ad adottare il sistema tradizionale per ragioni di *path dependence*, dal momento che il passaggio ai nuovi modelli comporta ulteriori e imprescindibili costi di adeguamento. Si può constatare, quindi, che i nuovi modelli hanno avuto per ora una diffusione limitata (e spesso connessa solo ad esigenze particolari), solo laddove i benefici attesi dell'adozione si sono rivelati superiori ai costi⁷⁰.

Andando ad analizzare in maniera più approfondita il funzionamento dei due sistemi e le loro differenze con quello tradizionale, il sistema dualistico prevede la presenza di un consiglio di gestione e di un consiglio di sorveglianza per l'esercizio dell'amministrazione e del controllo.

Il consiglio di gestione svolge le funzioni proprie del consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale. Ad esso, quindi, spetta la gestione esclusiva dell'impresa. Nello svolgimento della sua funzione esso compie tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. Disciplinato dall'art. 2409-*novies* c.c., il consiglio di gestione "è costituito da un numero di componenti, anche non soci, non inferiore a due". I primi componenti sono nominati nell'atto costitutivo, mentre la nomina dei successivi compete al consiglio di sorveglianza nei limiti delle previsioni statutarie. Come nel sistema tradizionale, i componenti del consiglio di gestione rimangono in carica per un periodo non superiore a tre esercizi e sono rieleggibili. Durante tale periodo, tuttavia, essi sono revocabili *ad nutum*⁷¹ dal consiglio di sorveglianza, salvo il diritto al risarcimento del danno se la revoca avviene senza giusta causa. Infine, sulla base della disciplina delle deleghe del sistema tradizionale, il consiglio di gestione può affidare proprie attribuzioni ad

⁶⁸ Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione, "Gli organi della società per azioni: profili generali", pp.71-83.

⁶⁹ Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione, "Gli organi della società per azioni: profili generali", pp.71-83.

⁷⁰ Belcredi, Caprio, *Struttura del CdA ed efficienza della "corporate governance"*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", Fascicolo 1, giugno 2003.

⁷¹ Formula utilizzata nel linguaggio giuridico per qualificare l'atto con cui un soggetto pone termine a un rapporto giuridico per sua libera determinazione, senza che la controparte possa opporsi (Vocabolario Treccani)

uno o più dei suoi componenti o ad un comitato esecutivo, sebbene quest'ultimo punto non sia del tutto pacifico⁷².

Al consiglio di sorveglianza, invece, sono attribuite le funzioni di controllo proprie del collegio sindacale, oltre che alcune funzioni di indirizzo di gestione proprie dell'assemblea nel sistema tradizionale, come l'approvazione del bilancio di esercizio e la nomina/revoca dei componenti del consiglio di gestione. La presenza del consiglio di sorveglianza, dunque, riduce il distacco fra gli azionisti e l'organo gestorio della società. Tra le altre competenze spettanti al consiglio di sorveglianza, l'art. 2409-*terdecies* c.c. individua la possibilità di convocare l'assemblea in caso di situazioni gravi che necessitano urgenti provvedimenti e la possibilità di promuovere l'azione di responsabilità⁷³ nei confronti dei componenti del consiglio di gestione. I componenti del consiglio di sorveglianza devono adempiere i loro doveri con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e sono solidalmente responsabili con i componenti del consiglio di gestione per i fatti e le omissioni di questi ultimi, qualora il danno non si sarebbe prodotto se avessero vigilato con la diligenza richiesta dalla loro carica. Il consiglio di sorveglianza si compone di un numero di componenti, soci o non soci, fissato dallo statuto e comunque non inferiore a tre (art. 2409-*duodecies* c.c.). Anche in questo caso i primi componenti sono nominati nell'atto costitutivo, mentre i componenti successivi vengono nominati dall'assemblea ordinaria. Inoltre, anche i componenti del consiglio di sorveglianza restano in carica tre esercizi e sono rieleggibili, nonostante la possibilità di essere revocati senza giusta causa (fatto salvo il risarcimento del danno). Lo statuto può subordinare l'assunzione della carica al possesso di determinati requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, progressivamente più rigorosi a seconda del grado di apertura al mercato della società. Infine, sono previste per i componenti del consiglio di sorveglianza cause di ineleggibilità e incompatibilità simili a quelle previste per il collegio sindacale, dal momento che la *ratio* è sempre quella di perseverare la loro indipendenza dall'esecutivo⁷⁴.

Andando ad approfondire, invece, il funzionamento del sistema monistico, esso prevede un consiglio di amministrazione, per lo svolgimento della funzione gestoria e un comitato per il controllo sulla gestione, per l'esercizio della funzione di controllo svolta dal collegio sindacale nel sistema tradizionale. Il consiglio di amministrazione è disciplinato dall'art. 2409-*septiesdecies* c.c., il quale prevede che “*almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, primo comma, e, se lo*

⁷² Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, “Sistemi alternativi di amministrazione e controllo”, p.420-428.

⁷³ Essa è l'azione legale che consente di far valere in giudizio le inadempienze dei doveri imposti, per legge o per statuto, ai soggetti con compiti di amministrazione o di controllo.

⁷⁴ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, “Sistemi alternativi di amministrazione e controllo”, p.420-428.

statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati". Al consiglio di amministrazione spetta la nomina dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione (devono essere almeno tre nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio), fra i consiglieri in possesso dei requisiti di indipendenza, professionalità e onorabilità previsti dallo statuto. Almeno uno dei componenti, inoltre, deve essere scelto fra gli iscritti nel registro dei revisori legali dei conti. Quanto alle funzioni svolte, il comitato per il controllo sulla gestione svolge mansioni simili a quelle del collegio sindacale, vale a dire, vigila sull'adeguatezza del sistema di controllo interno, del sistema amministrativo e contabile, e della struttura organizzativa della società⁷⁵.

È evidente che un punto debole del sistema monistico consiste nel fatto che le persone chiamate a controllare sono direttamente nominate da quelle che controllano, oltre il fatto che queste ultime siedono e votano nel consiglio di amministrazione. La funzionalità del sistema, dunque, ruota intorno all'effettiva "indipendenza" dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione⁷⁶.

Nonostante la scarsa adesione al modello, per via anche dei sopracitati punti deboli insiti nella sua articolazione, bisogna constatare come autorevole dottrina negli ultimi anni abbia indicato il modello monistico quale modello maggiormente indicato per le società quotate italiane. Tale corrente di pensiero evidenzia le potenzialità del sistema monistico in grado di ridurre i tempi e i costi del controllo rispetto agli altri modelli, attraverso una migliore circolazione delle informazioni tra l'organo di amministrativo e l'organo di controllo. Con riferimento al contenimento dei costi, la posizione può essere, in linea di massima, condivisa. Tuttavia, ciò non vale sempre per le società per azioni chiuse, con queste ultime che tendono ad affidare la revisione legale dei conti ai sindaci attraverso apposita previsione statutaria ex art. 2409 bis c.c.⁷⁷.

Nonostante i validi spunti offerti dalla dottrina, si tende oggi a ritenere che vi sia una "sostanziale equivalenza funzionale" tra i modelli di amministrazione e controllo analizzati⁷⁸; ciascun modello infatti può risultare adeguato a rispondere alle esigenze delle società che lo adotta, anche tenendo in debita considerazione la dimensione e il contesto economico e culturale in cui la stessa opera.

⁷⁵ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "Sistemi alternativi di amministrazione e controllo", p.428-431.

⁷⁶ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "Sistemi alternativi di amministrazione e controllo", p.428-431.

⁷⁷ Lener, *Monistico come modello ottimale per le quotate? Qualche riflessione a margine del rapporto Consob sulla corporate governance*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 1, giugno 2016.

⁷⁸ Lener, *Monistico come modello ottimale per le quotate? Qualche riflessione a margine del rapporto Consob sulla corporate governance*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 1, giugno 2016.

2.4 La corporate governance come strumento di creazione di valore per l'impresa

Alla luce di quanto analizzato nel presente capitolo, è possibile affermare che le buone prassi di *corporate governance* rappresentano uno strumento essenziale per il raggiungimento dell'obiettivo di creazione di valore nel medio-lungo periodo per l'impresa e i suoi azionisti. Un buon sistema di *corporate governance* fornisce vantaggi sotto molteplici punti di vista.

Innanzitutto, assicura una gestione dell'impresa efficace ed efficiente. In secondo luogo, aumenta la probabilità che un'impresa realizzi *performance* di creazione di valore superiori ai concorrenti. La teoria di creazione di valore per gli azionisti, infatti, si basa su assunzioni quali la massimizzazione del valore dell'impresa, la disciplina del management e i piani di incentivazione azionaria. Infine, come è possibile osservare dall'indagine condotta da *The European House-Ambrosetti*, una buona *governance* risulta uno dei principali criteri di selezione di investimento da parte degli operatori istituzionali di mercato, come di seguito evidenziato:



[Fonte: Il Sole 24 Ore, Quando è la governance a creare valore, Valerio De Molli e Marco Visani, 8 marzo 2018]

L'indagine mostra infatti come la qualità del sistema di *corporate governance* risulti un parametro di investimento sempre più importante, rappresentando il terzo criterio utilizzato dagli investitori istituzionali nel processo di selezione dei potenziali *target* in cui investire.

Tale elemento acquista una rilevanza ancor maggiore per le PMI che intraprendono il Percorso Élite di Borsa Italiana: nell'ottica di sviluppare un percorso di crescita sostenibile e aprirsi al mercato dei capitali⁷⁹, attirare investimenti privati permette loro di diversificare le fonti di finanziamento rispetto al tipico bancocentrismo italiano, rafforzando la loro solidità patrimoniale.

L'obiettivo del presente capitolo è stato quello di evidenziare l'importanza della *corporate governance* come strumento imprescindibile per le PMI che, aderendo al Percorso Élite, vogliono

⁷⁹ Il Sole 24 Ore, *Quando è la governance a creare valore*, De Molli e Visani, 8 marzo 2018.

aprirsi alle diverse forme di finanziamento che i mercati finanziari mettono a disposizione delle imprese e che saranno analizzate nel dettaglio nel successivo capitolo. In questo contesto non si può prescindere dall'evidenziare come non esista un modello di *governance* migliore di un altro per le PMI che vogliono crescere e “diventare grandi”, ma ciascun modello può rappresentare quello più adeguato, o comunque maggiormente idoneo, ad assicurare il raggiungimento dei propri obiettivi e delle specifiche esigenze dell'impresa e questo, a prescindere dall'effettivo successo che negli anni il modello ha riscontrato nel nostro Paese.

3. L'apertura al mercato dei capitali

Il presente capitolo si pone come obiettivo quello di analizzare l'ultimo *step* che le PMI, ormai mature e rafforzate dal punto di vista della *governance* societaria, compiono nell'ambito del Percorso Élite di Borsa Italiana, ovvero quello di sfruttare il ventaglio di opportunità di *business*, *networking* e accesso alle fonti di finanziamento che la piattaforma mette a disposizione. Dopo un sintetico confronto fra contesto nazionale ed europeo sulla dimensione e sull'incidenza nelle rispettive economie domestiche, verranno evidenziate le numerose e diversificate opportunità di *funding* che il Percorso Élite mette a disposizione delle PMI. Tra queste devono essere menzionati non soltanto il procedimento di quotazione in borsa, ma anche la possibilità di realizzare operazioni di finanza straordinaria di *Private Equity*, di *Venture Capital* o di M&A e *Joint Venture*, non vanno infine trascurati gli strumenti di finanza alternativa quali i *Mini-bond* o i *Basket Bond*. Dopo aver esaminato le varie fonti di accesso al capitale e ai finanziamenti, l'analisi si sposterà sui mercati finanziari di sbocco delle varie operazioni, con *focus* particolare sull'AIM Italia, ovvero su quello che viene considerato il mercato naturale per le PMI che intraprendono il Percorso Élite.

3.1 *Il quadro di riferimento: una panoramica sulla dimensione del mercato dei capitali a livello nazionale ed europeo*

Come è noto, le piccole e medie imprese costituiscono l'ossatura del sistema economico e produttivo del nostro Paese. In base ai recenti dati diffusi dalla Commissione Europea, le PMI rappresentano il 99,9% del numero totale delle imprese sul territorio nazionale, mentre solo lo 0,1% è rappresentato da imprese di grandi dimensioni⁸⁰. L'importanza che le PMI italiane rivestono all'interno del nostro tessuto imprenditoriale trova conferma anche nelle analisi di confronto con il contesto europeo: l'Italia registra in Europa il più elevato numero di PMI, con un valore aggiunto prodotto che si posiziona al secondo posto nel contesto europeo. Basti pensare al fatto che il nostro Paese è *leader* mondiale in circa 240 nicchie di mercato⁸¹. Nonostante l'eccellenza imprenditoriale del nostro Paese, alcune caratteristiche della struttura finanziaria delle PMI compromettono le loro potenzialità di crescita e di conseguenza, lo sviluppo dell'intero sistema economico italiano. Tra queste bisogna menzionare il ridotto livello di capitalizzazione, la forte dipendenza dal canale bancario e la rilevante incidenza dell'indebitamento a breve termine⁸².

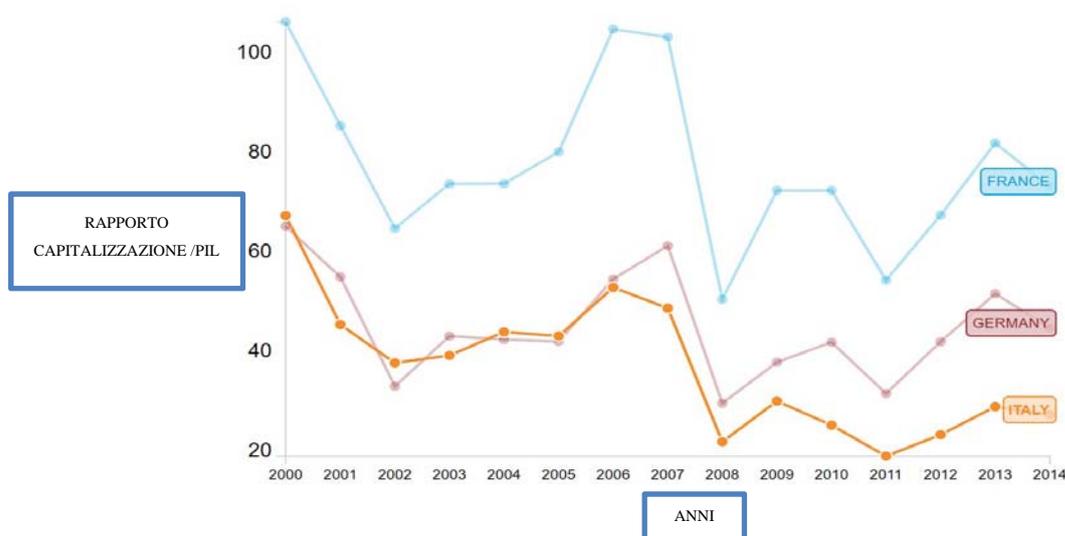
⁸⁰ Commissione Europea, 2017 SBA Fact Sheet, Italy. La definizione di PMI adottata dalla Commissione Europea è quella usata dall'Eurostat per lo Structural Business Statistics (SBS) database, basata esclusivamente sul numero degli impiegati: micro imprese (fino a 9 dipendenti), piccole imprese (da 10 a 49 dipendenti), medie imprese (da 50 a 249 dipendenti), grandi imprese (più di 250 dipendenti).

⁸¹ *La Borsa serve*, L'imprenditore, maggio 2012, intervista a Raffaele Jerusalmi.

⁸² Lunghi, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, "Prefazione", pp.13-15.

Nel nostro Paese infatti il mercato dei capitali ha storicamente avuto un ruolo marginale per via della particolare struttura dimensionale delle imprese. Le ragioni della preponderanza delle PMI nel tessuto economico italiano sono da attribuire prevalentemente allo sviluppo economico dei distretti industriali che hanno saputo sfruttare le economie rivenienti dall'agglomerazione a livello locale. Le aree distrettuali italiane sono altamente competitive e presentano delle punte di eccellenza in alcune filiere tradizionali come quella agro-alimentare, quella meccanica e aerospaziale. I distretti e le filiere rappresentano un punto di snodo centrale per garantire la competitività dei settori di incidenza e, più in generale, del Paese e, come tali, rappresentano uno strumento strategico di indirizzo della politica economica⁸³.

Tuttavia, la dimensione ridotta delle imprese e la natura familiare della proprietà hanno spesso reso gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci finanziatori o a reperire fondi sul mercato di borsa o presso investitori istituzionali. L'Italia è infatti uno dei paesi avanzati in cui la borsa riveste il minor peso all'interno dell'economia nazionale⁸⁴. E il grafico sottostante mostra chiaramente tale dato.



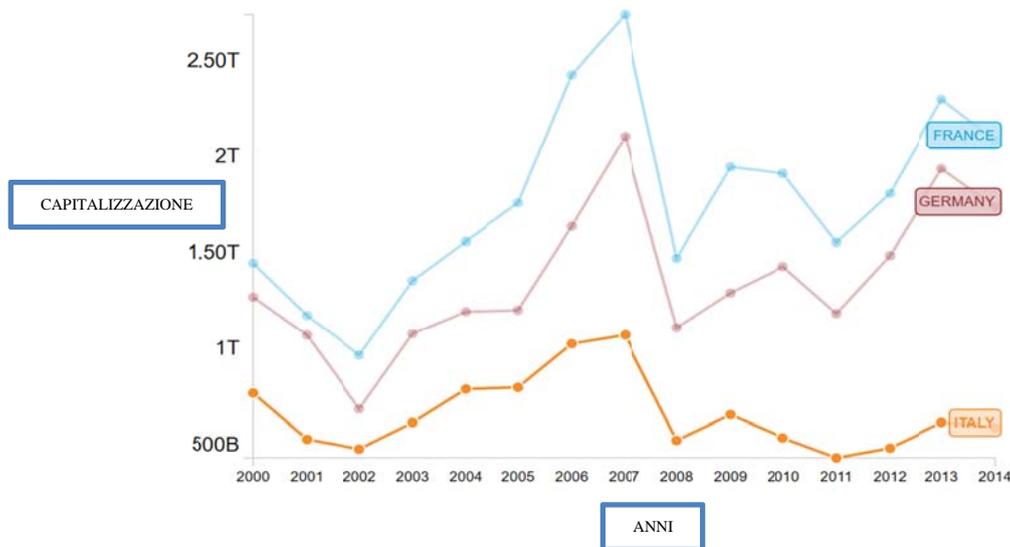
[Fonte: World Bank, IBRD-IDA, *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)*]

L'analisi effettuata da *World Bank* mette in relazione la capitalizzazione di mercato delle imprese quotate con i rispettivi Prodotti Interni Lordi (“**PIL**”) nel periodo 2000-2014, in Italia e nei principali paesi *competitors* (Francia e Germania). Il grafico sopra riportato consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali all'interno dei menzionati paesi. Con riferimento al 2014, il rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL ha assunto un valore pari

⁸³ Elite, Strumento di supporto alla crescita sostenibile delle Filiere del Paese – Slides di presentazione, marzo 2019: <https://www.elite-growth.com>.

⁸⁴ Alvaro, Caselli, D'Eramo, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, in “Quaderni Giuridici”, Consob, n. 18, dicembre 2018.

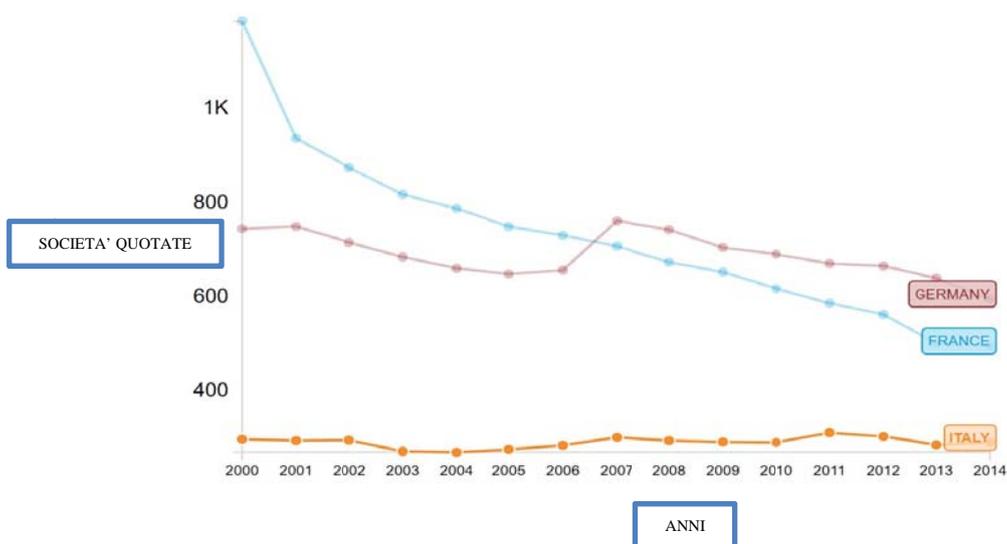
al 73% in Francia, al 45% in Germania e al 27% in Italia: un dato che mostra chiaramente il significativo minor impatto che la borsa esercita sul PIL all'interno del nostro Paese.



[Fonte: World Bank, IBRD-IDA, *Market capitalization of listed domestic companies (US\$)*]

Anche il confronto tra i tre paesi della capitalizzazione di mercato di borsa si pone in linea con quanto visto nel grafico precedente, con la Francia a guidare con 2.09 Triloni di Dollari di capitalizzazione, seguita dalla Germania con 1.74 Triloni e l'Italia a chiudere con 587 Miliardi.

Non cambia la situazione per l'Italia se si guarda al numero di società quotate sui mercati nazionali nel 2014, come mostra il grafico successivo, dove la Germania si pone al primo posto con 595 società quotate, seguita dalla Francia con 495⁸⁵ e, infine, dall'Italia con 290.



[Fonte: World Bank, IBRD-IDA, *listed domestic companies, total number (% of GDP)*]

⁸⁵ Sulla base dei dati analizzati le società quotate francesi risultano essere mediamente più grandi a livello dimensionale rispetto a quelle tedesche, essendo inferiori a livello numerico ma presentando una capitalizzazione di mercato aggregata superiore. Tale dato è giustificato dalla presenza in Francia di numerose multinazionali quali AXA, BNP Paribas, Credit Agricole, Michelin, Renault, Total ecc.

Analizzando dunque il numero di quotazioni, la capitalizzazione di mercato e la sua incidenza sul PIL nazionale, l'Italia risulta essere, rispetto ai suoi principali *comparables* europei, il paese in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Com'è possibile evincere dai tre grafici analizzati, le limitate dimensioni del mercato finanziario italiano sono dovute non solo all'esiguo numero di imprese quotate, ma anche alla minore dimensione delle stesse.

Nell'ambito di un tale contesto nazionale, i vari provvedimenti intrapresi negli ultimi anni (quali ad esempio l'istituzione del mercato AIM Italia o del Progetto Elite) mostrano quindi una rinnovata attenzione verso il tema della quotazione da parte delle piccole e medie imprese. L'obiettivo di tali provvedimenti è quello di agevolare l'accesso al mercato dei capitali per le PMI, riducendo le barriere all'ingresso e gli oneri connessi alla quotazione attraverso interventi di semplificazione delle regole e di incentivo allo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario⁸⁶. Ed è grazie anche a tali interventi che il numero di società quotate in Italia nel frattempo è lentamente aumentato. A fine dicembre 2018 si potevano contare 357 società quotate sui mercati di Borsa Italiana, con 38 nuove ammissioni, di cui 31 attraverso *Initial Public Offering* (anche "IPO" o "Offerta Pubblica Iniziale") durante il solo 2018⁸⁷. Un numero ancora esiguo, tuttavia, se rapportato a quello dei principali *comparables* europei.

3.2 *Il processo dell'IPO*

Andiamo adesso ad esaminare l'operazione dell'Offerta Pubblica Iniziale, focalizzandoci in particolare sul suo procedimento e sulle opportunità che genera per le imprese.

Il mercato primario è il mercato nel quale le imprese raccolgono le risorse necessarie per il finanziamento delle loro attività attraverso l'emissione di nuovi titoli. L'IPO, in tal senso, consiste nell'emissione di nuovi titoli nel mercato primario da parte di una società privata con lo scopo di creare il flottante necessario per ottenere la quotazione in un mercato regolamentato. L'Offerta Pubblica Iniziale prende il nome di "offerta pubblica di sottoscrizione" (anche "OPS") quando riguarda titoli di nuova emissione e di "offerta pubblica di vendita" (anche "OPV") quando riguarda titoli già esistenti⁸⁸. Essa può anche costituire una forma mista delle due, nella quale il flottante immesso sul mercato borsistico è costituito in parte da azioni già in possesso della società

⁸⁶ Annunziata, *Pmi, quotazione, crowdfunding*, XXIX Convegno di Studio "Adolfo Beria di Argentine", I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo, Courmayeur, 18-19 settembre 2015.

⁸⁷ Dati estratti dal sito ufficiale di Borsa Italiana (28/12/2018): <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2018/review-mercato-2018.htm>.

⁸⁸ Saunders, Cornett, Anolli, Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, IV edizione, McGraw-Hill Education, 2015, "mercati azionari", p. 205.

e in parte da titoli di nuova emissione (in questo caso prende il nome di “offerta pubblica di vendita e sottoscrizione” o anche “OPVS”).

Il processo di IPO (i.e. le tempistiche, gli obblighi e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel procedimento) trova la propria regolamentazione in diverse fonti normative sia comunitarie che nazionali. A livello comunitario il riferimento è costituito dal Regolamento (UE) 2017/1129, in vigore a partire dal 21 luglio 2019, e dai relativi regolamenti delegati, aventi ad oggetto complessivamente la disciplina applicabile al prospetto da pubblicare per l’ammissione al mercato regolamentato. A livello nazionale, da un lato vi sono le norme contenute nel TUF e nel regolamento emittenti Consob⁸⁹, che contengono la disciplina per il rilascio del nulla osta all’ammissione a quotazione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati. Dall’altro, vi sono le norme emanate direttamente da Borsa Italiana, con regolamenti dedicati alle specifiche sedi di negoziazione dalla stessa gestite e alle procedure di rilascio del provvedimento di ammissione a quotazione.

L'*Initial Public Offering* è un'operazione complessa che può essere idealmente suddivisa in più fasi, ognuna delle quali coinvolge diversi soggetti ed è finalizzata al raggiungimento di obiettivi specifici⁹⁰.

Innanzitutto, la società quotanda deve sostenere una fase preliminare di preparazione alla quotazione, che in genere ha una durata compresa tra i sei e i dodici mesi. Durante tale fase, la società definisce tutti i cambiamenti organizzativi e manageriali necessari ai fini della quotazione, verificando l’adeguatezza del proprio sistema di controllo interno e allineando il proprio sistema di *corporate governance* ai principi del Codice di Autodisciplina delle società quotate. Sotto questo punto di vista le società Élite si trovano in una posizione di vantaggio, avendo già effettuato un percorso di formazione volto all’allineamento della loro struttura organizzativa e gestionale ai requisiti “sostanziali” richiesti da Borsa Italiana per la quotazione sui mercati regolamentati. È durante tale fase preliminare, inoltre, che avviene la scelta delle banche e dei consulenti che accompagneranno la società durante tutto il processo di quotazione. Tra i soggetti coinvolti nel processo di accompagnamento alla quotazione particolare rilievo assume la figura dello *sponsor*, ossia dell’intermediario cui spetta il compito di accompagnare la società emittente durante tutte le fasi del percorso di quotazione, svolgendo la funzione di garante in merito al profilo qualitativo dell’emittente⁹¹. Possono svolgere l’attività di *sponsor* le banche, le Società di Intermediazione Mobiliare (anche “SIM”), le imprese di investimento e gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco

⁸⁹ Consob, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999.

⁹⁰ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, Offerta Pubblica Iniziale (IPO).

⁹¹ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *Sponsor*.

speciale previsto dall'art. 107 del Testo Unico Bancario⁹² (anche “TUB”). Spesso lo *sponsor* può assumere il ruolo di *Global coordinator*, ossia “l'intermediario che in un'operazione di collocamento assume compiti di coordinamento e consulenza”⁹³. In considerazione del suo ruolo di coordinamento, il *Global coordinator* è presente in tutte le fasi dell'operazione di IPO: dalla realizzazione dello studio di fattibilità alla collaborazione con i vari consulenti nella fase di *due diligence*, dalla redazione del *business plan* alla gestione del *budget*.

Successivamente la società inizia la c.d. fase di *due diligence*⁹⁴, che tipicamente ha una durata compresa tra i quattro e i sei mesi. Durante tale fase vengono acquisite tutte le informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta in merito all'operazione di quotazione, fase durante la quale l'impresa si avvale del supporto di *advisor* legali, finanziari, fiscali e di revisori che affiancano le già menzionate figure dello *sponsor* e/o *Global coordinator*. Con riguardo a tale documentazione, risulta necessaria durante la fase di *due diligence* la somministrazione del QMAT⁹⁵ (*Quotation Management Admission Test*), un *test* di autovalutazione che la società redige in forma di questionario per verificare la sussistenza dei requisiti sostanziali per la quotazione. Oltre al QMAT la società procede alla redazione del Prospetto Informativo⁹⁶, ossia il documento che deve essere obbligatoriamente pubblicato dall'emittente che intende quotarsi e che deve contenere tutte le informazioni riguardanti la condizione patrimoniale e finanziaria della società, la sua attività e l'utilizzo dei proventi raccolti in sede di emissione. La fase di *due diligence* si conclude con la presentazione alla Consob e a Borsa Italiana della domanda di ammissione alla quotazione, accompagnata dal Prospetto Informativo e dai documenti previsti dal Regolamento Consob n. 11971/1999.

Una volta approvata la domanda di ammissione, inizia l'ultima fase del processo di IPO, ovvero quella del collocamento dei titoli presso gli investitori. Innanzitutto, il *Global coordinator* costituisce insieme ad altre banche un consorzio di collocamento, con l'obiettivo di determinare il numero di azioni da allocare tra gli investitori e il relativo prezzo. Una volta costituito il consorzio, i suoi membri iniziano la c.d. “attività di *pre-marketing*”, durante la quale incontrano informalmente i potenziali investitori per presentare l'azienda ed ascoltare i loro punti di vista, al fine di formare il giudizio su un possibile intervallo di prezzo preliminare per l'IPO. I “*road show*”⁹⁷ sono gli incontri organizzati dal *global coordinator* che caratterizzano la fase conclusiva del processo di *marketing* istituzionale. Essi si svolgono nei maggiori centri finanziari in Italia e all'estero e costituiscono la prima forma di presentazione pubblica della società alla comunità finanziaria. In seguito avviene la

⁹² D.lgs. n. 385 del 1 settembre 1993.

⁹³ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *Global coordinator*.

⁹⁴ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *due diligence*.

⁹⁵ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, QMAT.

⁹⁶ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, Prospetto Informativo.

⁹⁷ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *road show*.

determinazione del prezzo effettivo dei titoli attraverso due specifiche fasi: *in primis* tramite la fissazione di un intervallo preliminare di prezzo da parte dell'assemblea, il quale deve essere sufficientemente ampio da assorbire eventuali variazioni delle condizioni di mercato; in seguito attraverso il meccanismo del “*bookbuilding*”⁹⁸, durante questa fase il *Global coordinator* raccoglie in un libro (il c.d. *book* istituzionale) tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali ordinati in funzione del prezzo, della priorità temporale o della dimensione. Il meccanismo del *bookbuilding* consente, in tal modo, di determinare il prezzo più elevato al quale i titoli possono essere collocati presso gli investitori istituzionali, sempre nei limiti dell'intervallo precedentemente fissato dall'assemblea. Una volta determinato tale prezzo, inizia il vero e proprio processo di collocamento e negoziazione dei titoli. Durante il primo giorno di negoziazioni si determina il prezzo di mercato dei titoli. Esso subisce in genere un periodo di stabilizzazione nei 30 giorni successivi, durante il quale il consorzio di collocamento si riserva la facoltà di intervenire sul mercato attraverso l'utilizzo della c.d. “*greenshoe*”⁹⁹, un'opzione in favore dei membri del consorzio che consente loro di sottoscrivere entro una determinata scadenza un determinato quantitativo di azioni al prezzo di offerta. Tale clausola consente di amplificare l'offerta nel caso in cui la domanda fosse particolarmente elevata, ma anche di stabilizzare il valore dei titoli qualora il loro prezzo scendesse ad un livello inferiore rispetto al prezzo di offerta.

3.3 *I costi e i benefici della quotazione*

Diversi sono i fattori che ostacolano e disincentivano la quotazione in borsa da parte delle PMI italiane. Uno di questi è sicuramente l'onerosità della *compliance*, intesa come conformità normativa alla regolamentazione di borsa. La società che intende quotarsi deve sostenere molteplici costi fissi tra i quali è possibile menzionare (I) i costi legali, legati ad aspetti contrattuali come la predisposizione del Prospetto Informativo, (II) i costi dello *sponsor/Global coordinator* e di tutti gli altri consulenti, (III) i contributi diretti corrisposti alla Consob per l'attività di vigilanza e a Borsa Italiana per la gestione delle transazioni, (IV) gli oneri connessi agli obblighi di *governance* e di trasparenza ed infine (V) le spese di *marketing* e di comunicazione per la presentazione della propria offerta agli investitori istituzionali. Oltre ai menzionati costi fissi, vi sono anche costi variabili, come ad esempio quelli connessi al collocamento dei titoli azionari effettuato dal *Global Coordinator*, generalmente calcolati in percentuale sul capitale raccolto¹⁰⁰.

Con riferimento agli oneri connessi agli obblighi informativi, bisogna evidenziare come tali costi siano proporzionalmente maggiori per le piccole e medie imprese, date le economie di scala

⁹⁸ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *bookbuilding*.

⁹⁹ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *greenshoe*.

¹⁰⁰ Deloitte Touche Tohmatsu Limited, *Initial Public Offering, credito d'imposta per i costi di quotazione*, luglio 2019.

che caratterizzano le attività di produzione e monitoraggio delle informazioni. È infatti noto che un eccessivo costo di accesso al mercato finanziario riduce la quantità di strumenti emessi dalle imprese, con pregiudizio sia per le società emittenti che per gli investitori, i quali vedono ridursi lo *stock* di strumenti disponibili. In quest'ottica, autorevole dottrina ritiene che una deregolamentazione in materia di obblighi d'informazione e trasparenza potrebbe ridurre i relativi oneri favorendo un incremento delle nuove emissioni di titoli. È necessario, tuttavia, che i benefici derivanti dalla riduzione del costo delle emissioni non siano annullati dall'aumento dei costi derivanti dalle maggiori frodi commesse come effetto della deregolamentazione¹⁰¹.

Come già accennato nel corso della trattazione, la quotazione in borsa presenta anche e soprattutto numerosi vantaggi per le imprese. Innanzitutto, fornisce alle imprese un più facile accesso al capitale azionario e al finanziamento del debito (anche attraverso offerte secondarie). In secondo luogo, permette alle imprese di diversificare il rischio e ripartirlo tra un numero maggiore di investitori¹⁰². La quotazione in borsa, inoltre, consente di ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario e, di conseguenza, il costo del credito legato principalmente ai vantaggi che le banche traggono dallo scarso sviluppo dei mercati in termini di condizioni contrattuali più favorevoli nelle operazioni di finanziamento alle imprese. La quotazione su un mercato ufficiale, infine, rappresenta un segnale della qualità dell'emittente, mitigando al tempo stesso il rischio di selezione avversa per via delle asimmetrie informative tra società e investitori¹⁰³.

Un approfondimento a parte meritano i benefici fiscali che la quotazione in borsa offre alle piccole e medie imprese. La legge di Bilancio 2018¹⁰⁴ all'art.1 ha previsto un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute dalle piccole e medie imprese per l'ammissione alla quotazione nel triennio 2018-2020, fino ad un valore massimo del credito di imposta di 500.000 euro. Tra le attività e i costi ammissibili all'agevolazione fiscale, la legge considera (I) le attività sostenute in vista dell'inizio del processo di quotazione, durante la fase di *due diligence* e di ammissione alla quotazione, (II) le attività necessarie per collocare presso gli investitori le azioni oggetto di quotazione ed infine (III) le attività di comunicazione necessarie ad offrire la massima visibilità della società. L'effettivo sostenimento e l'ammissibilità dei costi devono risultare da apposita attestazione rilasciata dal presidente del collegio sindacale, oppure da un revisore legale iscritto nel registro dei revisori legali o da un professionista iscritto nell'albo dei dottori

¹⁰¹ Ferrarini, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, Analisi Giuridica dell'Economia, Il Mulino, n.1, giugno 2013.

¹⁰² Quello della diversificazione del rischio è un principio fondamentale della finanza. Aumentando il numero di titoli che compongono un portafoglio è possibile ridurre la sua volatilità. Tale concetto può essere analogamente applicato al nostro caso degli investimenti in borsa: all'aumentare del numero di investitori in un titolo diminuisce la rischiosità dell'investimento, poiché tale rischio viene sostenuto in tal caso da un numero maggiore persone.

¹⁰³ Alvaro, Caselli, D'Eramo, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, in "Quaderni Giuridici", Consob, n. 18, dicembre 2018.

¹⁰⁴ Legge 27 dicembre 2017, n. 205.

commercialisti e degli esperti contabili. Di particolare interesse il fatto che il credito d'imposta matura anche qualora il processo di quotazione non abbia esito positivo, mitigando pertanto l'onerosità dello stesso in caso di insuccesso¹⁰⁵.

Ad ulteriore conferma della bontà della quotazione in borsa, risulta interessante un recente studio della Consob¹⁰⁶ in cui sono stati messi a confronto, su un arco temporale di dieci anni (2002-2011), i bilanci di un campione rappresentativo di medie imprese italiane quotate con un campione di imprese simili per settore industriale e dimensione non quotate. I risultati dell'analisi mostrano come le società quotate abbiano registrato tassi di crescita decisamente superiori rispetto alle non quotate in termini di fatturato, di investimenti e di occupazione, anche grazie a minori vincoli finanziari nella raccolta di capitale di rischio e di debito, e nel ricorso al credito. Lo studio mostra infine come le società quotate, oltre ad aver generato una maggiore redditività, hanno risentito in misura più attenuata degli effetti della crisi finanziaria del 2007 e della conseguente fase di recessione che ha colpito l'Europa, con effetti peraltro amplificati nel nostro Paese.

3.4 I mercati finanziari di sbocco: il mercato AIM Italia

Le società che dopo aver svolto il Percorso Élite decidono di intraprendere il processo di quotazione in borsa analizzato nei paragrafi precedenti, hanno diverse possibilità per quanto riguarda la scelta del mercato di quotazione. Una volta avvenuto il collocamento sul mercato primario, i titoli iniziano ad essere negoziati sul mercato secondario, il cui funzionamento è stato segnatamente modificato dalla direttiva 2004/39/CE, meglio nota come MIFID (*Markets In Financial Instruments Directive*). Tale direttiva ha abolito l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, affiancando a questi ultimi due ulteriori categorie di mercati alternativi: i sistemi multilaterali di negoziazione (anche "MTF") e gli Internalizzatori Sistemati (anche "IS"). L'obiettivo della direttiva era quello di aumentare l'efficienza sui mercati in termini di riduzione delle barriere all'ingresso per i fornitori di servizi di negoziazione e di maggiore qualità dei servizi offerti attraverso la competizione tra sistemi di negoziazione¹⁰⁷. Per mercato regolamentato si intende un "mercato mobiliare basato su una specifica regolamentazione relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso e gestito da una società di gestione"¹⁰⁸. Un mercato per essere definito "regolamentato" deve possedere pertanto alcuni requisiti, quali la regolarità di funzionamento (gli scambi devono aver luogo secondo modalità predefinite sia per quanto riguarda i meccanismi di fissazione del prezzo che per il pagamento e/o trasferimento dei

¹⁰⁵ Deloitte Touche Tohmatsu Limited, *Initial Public Offering, credito d'imposta per i costi di quotazione*, luglio 2019.

¹⁰⁶ Giordano, Modena, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, in "Discussion Papers", Consob, n. 7, settembre 2017.

¹⁰⁷ Saunders, Cornett, Anolli, Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, IV edizione, McGraw-Hill Education, 2015, "Mercati azionari", p. 207-211.

¹⁰⁸ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, mercato regolamentato.

beni oggetto di scambio) e la definizione da parte di una specifica autorità di vigilanza delle regole relative alle condizioni di accesso e alle modalità di funzionamento. Tra i mercati regolamentati in Italia una grande rilevanza riveste il Mercato Telematico Azionario (anche “MTA”) con i suoi vari segmenti gestiti da Borsa Italiana, tra cui una speciale menzione merita sicuramente il segmento STAR, che rappresenta il settore di eccellenza per le piccole e medie imprese disponibili ad aderire a requisiti di quotazione più stringenti e allineati con le *best practices* internazionali. I MTF, invece, “sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l’acquisto e la vendita, mediante l’incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali”¹⁰⁹. A differenza dei mercati regolamentati, dove la gestione del servizio di investimento e negoziazione rappresenta l’oggetto sociale esclusivo, negli MTF tale servizio è erogabile da un soggetto polifunzionale (quale potrebbe essere ad esempio una banca o un’impresa d’investimento). Tra gli MTF una menzione merita l’*Alternative Investment Market* (“AIM”), il mercato naturale di sbocco per piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita. L’IS, infine, “è un’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”¹¹⁰. Tale struttura si caratterizza per essere un sistema bilaterale di negoziazione, in cui il soggetto si pone come controparte necessaria per ogni transazione assumendo posizioni di rischio¹¹¹.

Andando ad analizzare la situazione dei mercati nazionali a livello dimensionale, è possibile constatare come a fine dicembre 2018 le società quotate sui mercati di Borsa Italiana erano 357, in particolare 242 società sul mercato MTA (di cui 74 STAR), 2 sul MIV¹¹² e 113 su AIM Italia, con una capitalizzazione complessiva che si attestava intorno ai 543 Mld di Euro, ovvero al 33.5% del PIL nazionale¹¹³.

Come detto in precedenza, l’AIM rappresenta il mercato naturale di sbocco per le imprese che dopo aver intrapreso il Percorso Élite decidono di quotarsi in borsa, in quanto offre un percorso semplificato di quotazione calibrato sulla loro struttura, basato su requisiti flessibili in fase di ammissione e minori adempimenti informativi *post* quotazione. Un orientamento alla creazione di valore, una strategia chiara e sostenibile, trasparenza contabile, una struttura finanziaria e manageriale solida, oltre che ricavi e marginalità in crescita sono, i requisiti sostanziali richiesti per

¹⁰⁹ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, sistemi multilaterali di negoziazione.

¹¹⁰ Borsa Italiana, Glossario Finanziario, Internalizzatore Sistemico.

¹¹¹ Saunders, Cornett, Anolli, Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, IV edizione, McGraw-Hill Education, 2015, “Mercati azionari”, p. 207-211.

¹¹² Il Mercato degli Investment Vehicles (MIV) è il mercato di riferimento per la quotazione di fondi e veicoli societari che investono in strumenti di economia reale.

¹¹³ Borsa Italiana, Comunicati stampa, Review dei mercati 2018 (dati aggiornati al 21 dicembre 2018).

l'ammissione a tale mercato e che le società Élite dovrebbero possedere alla fine del loro percorso formativo. Al riguardo diverse sono le semplificazioni di cui godono le società quotate sul mercato AIM. In primo luogo, è prevista una soglia minima di azioni sul mercato in termini di flottante pari al 10% (contro il 25% richiesto dall'MTA) e non è prevista, invece, una dimensione minima o massima della società in termini di capitalizzazione. In secondo luogo, la società predispone un documento di ammissione semplificato rispetto al più complesso Prospetto Informativo richiesto per l'ammissione nell'MTA. Inoltre, una volta quotata, la società non deve presentare i resoconti trimestrali di gestione, ma limitarsi al bilancio e alla relazione semestrale. Durante il processo di quotazione su AIM risulta infine centrale, la figura del *Nominated Adviser* (anche “*Nomad*”), che sostituisce quella dello *sponsor/global coordinator* dell'MTA. Il *Nomad* è un consulente responsabile nei confronti di Borsa Italiana che, incaricato di valutare l'adeguatezza della società ai fini dell'ammissione, l'accompagna durante tutta la fase di permanenza sul mercato. Nell'espletamento di tale funzione il *Nomad* sovrintende l'intero processo di *due diligence* dell'emittente, al fine di poter rilasciare l'apposita dichiarazione di appropriatezza necessaria per l'ammissione su AIM. Egli, inoltre, affianca l'emittente nella gestione dei rapporti con gli altri *team* di consulenti coinvolti (prevalentemente *advisor* finanziari e legali e società di revisione), verificando che il suo operato sia conforme al Regolamento Emittenti previsto nel mercato AIM¹¹⁴.

3.5 Le operazioni di finanza straordinaria e gli strumenti di finanza alternativa

Tra le opportunità di accesso alle diverse forme di reperimento della finanza che il Percorso Élite mette a disposizione delle sue società, oltre alla quotazione, un ruolo molto importante rivestono le altre operazioni di finanza straordinaria oltre ad alcuni strumenti di finanza alternativa. Infatti, sebbene non tutte le società che partecipano al programma finiscano per quotarsi, Élite rappresenta comunque un solido ponte verso il mercato dei capitali, consentendo loro di accedere a molte altre opportunità di finanziamento sia a livello locale che a livello internazionale. Il grafico sottostante sintetizza le principali opportunità di finanziamento che la piattaforma Élite mette a disposizione delle proprie imprese.



[Fonte: Elite Growth, Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>.]

¹¹⁴ Borsa Italiana, AIM Italia: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>.

Di seguito sono riportati alcuni dati numerici che confermano il fondamentale ruolo di avvicinamento al mercato dei capitali svolto dalla piattaforma Élite. Con riferimento al periodo 1 gennaio 2012 - 31 marzo 2019 sono state effettuate 528 operazioni di finanza straordinaria da parte di 221 società Élite, con un valore aggregato prodotto dalle transazioni di 8.2 Mld di Euro. Tali operazioni includono sia operazioni di finanza straordinaria quali *M&A*, *Joint Venture*, e operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital*, che operazioni di *Equity and Debt Capital Markets*. Con riferimento alla prima categoria di operazioni, sono state realizzate 369 operazioni tra *M&A* e *Joint Venture* da parte di 176 società Élite, oltre che 94 operazioni di *Private Equity* e/o *Venture Capital* con il coinvolgimento di 70 società. Con riferimento invece alle operazioni di *Capital Markets*, sono state 19 le IPO effettuate dalle società Élite, con una raccolta aggregata di oltre 1.3 Mld di Euro, mentre sono state 76 le emissioni obbligazionarie da queste effettuate, con una raccolta anche in questo caso di circa 1.3 Mld di Euro¹¹⁵.

Ma le opportunità di finanziamento che la piattaforma Élite mette a disposizione delle proprie società non si limitano alla quotazione in borsa e alle operazioni di finanza straordinaria. Come detto in precedenza, infatti, le imprese che partecipano al programma hanno anche la possibilità di ricorrere ad una serie di strumenti di finanza alternativa recentemente introdotti. Tra questi è possibile menzionare i *Mini-bond* e i *Basket bond*, la cui disciplina verrà approfondita maggiormente nel seguito della trattazione. L'introduzione di tali strumenti è da collegare con il crescente interesse da parte delle imprese di fonti di finanziamento alternative al credito bancario, all'indomani della crisi finanziaria del 2008 e all'ombra del fenomeno del *credit crunch*. Le PMI pertanto hanno oggi a disposizione una serie di strumenti in continua evoluzione dal punto di vista tecnico-giuridico e di *practice* di mercato per accedere ad *equity* e debito a medio-lungo termine, in considerazione dei mutevoli scenari di mercato che influenzano le disponibilità di risorse finanziarie e le esigenze delle singole imprese¹¹⁶.

3.5.1 Operazioni di Private Equity e Venture Capital, M&A e Joint Venture

Le imprese, nella definizione delle loro strategie di sviluppo e ricerca dei finanziamenti, possono decidere di optare per una crescita organica di miglioramento dell'attività *core*, attraverso l'accesso a fonti di finanziamento quali il *Private Equity* o il *Venture Capital*. Esse, tuttavia, possono anche decidere di optare per una crescita per linee esterne attraverso fusioni, acquisizioni

¹¹⁵ Elite Growth Connecting companies with capital – Slides di presentazione, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>.

¹¹⁶ Lunghi, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, "Prefazione", pp.13-15.

ed operazioni di *Joint Venture*, con lo scopo di acquisire maggior controllo sulla propria attività produttiva e di trovare sinergie tra imprese che operano nello stesso settore.

Quanto alla prima categoria di operazioni di finanza straordinaria, il *Private Equity* può essere definito come una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla successiva quotazione in borsa. L'attività di *Private Equity*, tuttavia, non consiste unicamente nell'apporto di capitale di rischio, ma coinvolge anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione delle strategie aziendali. In tal senso, l'investitore di *Private Equity* partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa, apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali e lasciando all'imprenditore e al *management* la gestione operativa. Egli inoltre può risultare per l'impresa una figura di prestigio all'interno dell'ambiente finanziario, garantendole notorietà e facendo sì che il mercato stesso manifesti fiducia nei suoi confronti nel momento di una sua possibile quotazione¹¹⁷.

Da un punto di vista giuridico/strutturale, tali investitori assumono solitamente la forma di fondi mobiliari chiusi¹¹⁸. La permanenza di un fondo di *Private Equity* nel patrimonio di una società è a termine poiché il loro obiettivo è rappresentato dal disinvestimento che, in condizioni ottimali, avviene generalmente nel momento di realizzazione della massima profittabilità. e può La fase di *exit* del fondo di *Private Equity* può realizzarsi la dismissione della partecipazione attraverso il processo di quotazione in borsa dei titoli della società partecipata, la loro vendita ad un'altra società o ad investitore istituzionale o, infine, con il loro riacquisto da parte del gruppo imprenditoriale originario¹¹⁹.

La disciplina che regola il funzionamento del *Venture Capital* è molto simile a quella del *Private Equity*. Essa, infatti, si differenzia solamente per il fatto che il *Venture Capital*, pur essendo una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (*high growth companies*), si rivolge a società che si trovano in fase di *start up* (ovvero che si trovano nel c.d. *early stage* o *expansion stage*), mentre il fondo di *Private Equity*, indirizza i propri interventi nei confronti di imprese già consolidate in un *later stage*, attraverso operazioni di *buy out* e *replacement capital*¹²⁰. I *Venture Capitalist*, che non sono investitori passivi ma tendono a specializzarsi in settori specifici, in cui poi ricercano società in cui investire, svolgono

¹¹⁷Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *Private Equity*.

¹¹⁸ Trattasi di entità dove i quotisti mettono le risorse finanziarie che vengono poi gestite da una società di gestione del risparmio ("SGR"); il loro patrimonio è distinto e separato da quello dei partecipanti e anche da quello della società di gestione.

¹¹⁹ Bankpedia, Private Equity Fund, ASSONEBB: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21778-private-equity-fund-enciclopedia>.

¹²⁰Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *Venture Capital*.

un ruolo attivo nella scelta del *management* e tramite i loro contatti personali spesso contribuiscono a portare rapidamente sul mercato i prodotti delle imprese nelle prime fasi di sviluppo¹²¹.

Per quanto riguarda invece le operazioni di finanza straordinaria di aggregazione, bisogna evidenziare come il ruolo svolto dalle operazioni di M&A e *Joint Venture* abbia costantemente acquistato maggiore rilevanza negli anni, per via dei cambiamenti avvenuti sui mercati sempre più aperti alla competizione su scala globale. La dimensione, intesa come quota del mercato nel settore in cui l'azienda si trova ad operare, assume oggi un significato sempre più strategico, in grado di decretare la crescita o il declino di un'impresa. Le evidenze internazionali mostrano come le operazioni di acquisizione e fusione riescano a creare circoli virtuosi in grado di favorire lo sviluppo di imprese più grandi e redditizie e possano, allo stesso tempo, generare maggiori profitti per gli investitori. Le operazioni di M&A, dunque, rivestono un ruolo di fondamentale importanza all'interno del ciclo di vita delle imprese, in quanto consentono loro di rafforzarsi da un punto di vista patrimoniale e dimensionale, condizioni queste indispensabili per poter competere in mercati sempre più globali ed in continua evoluzione¹²².

Le operazioni di acquisizione, in particolare, possono assumere diverse tipologie. Si parla di acquisizioni orizzontali quando riguardano imprese che operano nella stessa area di *business*. Tale tipologia di acquisizioni viene messa in atto nel tentativo di sfruttare le potenziali economie di scala e consolidare il settore di appartenenza, a vantaggio di una maggiore efficienza. Si parla invece di acquisizioni verticali quando riguardano imprese che operano come clienti o fornitori dell'impresa acquirente. L'obiettivo, in tal caso, è quello di sfruttare le economie di integrazione verticale, cercando di ottenere il massimo controllo sul processo di produzione. Si parla infine di acquisizioni conglomerali quando riguardano imprese che operano in un *business* differente da quello dell'impresa acquirente. In questo caso le imprese attraverso la combinazione di risorse e *know-how* complementari perseguono l'obiettivo di integrare i propri punti di forza¹²³.

Anche le operazioni di fusione possono distinguersi in base alle diverse tipologie. Le fusioni in senso stretto avvengono quando due o più società si fondono dando vita ad una nuova società. Le fusioni per incorporazione, invece, avvengono quando una società ne incorpora altre preesistenti. Quando l'operazione di fusione coinvolge società dello stesso tipo (ad esempio entrambe le società sono Società per azioni) si parla di fusione omogenea; quando invece coinvolge società di diversa

¹²¹ Brealey, Myers, Allen, Sandri, Principi di finanza aziendale, VII edizione, McGraw Hill Education, 2015, "Venture capital", pp. 384-388.

¹²² Guzzini, *PMI e M&A in Italia, una strada sicura per la crescita*, FrancoAngeli, Milano, 2014, "Prefazione", pp.13-15.

¹²³ Brealey, Myers, Allen, Sandri, Principi di finanza aziendale, VII edizione, McGraw Hill Education, 2015, "Fusioni e acquisizioni", pp. 692-697.

tipologia, si parla di fusione eterogenea, con la trasformazione in questo caso di una o più società che si fondono¹²⁴.

Per quanto riguarda le *Joint Venture*, esse sono uno strumento attraverso il quale imprese che si trovano ad operare nello stesso settore decidono di creare alleanze al fine di diventare più competitive sul mercato, riducendo le tempistiche di realizzazione dei prodotti, condividendo tecnologie e *know-how* complementari e condividendo i costi e i rischi connessi alle loro attività. Sebbene tale scelta comporti un'inevitabile limitazione della propria autonomia decisionale, essa può risultare vincente per gestire alcune fasi specifiche della produzione specie in imprese fortemente orientate all'internazionalizzazione. Le *Joint Venture* sono uno strumento atipico, in quanto i *partners* sono liberi di definire le reciproche obbligazioni e di scegliere la normativa che regolerà le loro attività sulla base della nazione dove opereranno. La *Joint Venture* può essere contrattuale o societaria. Nel primo caso essa avviene attraverso la stipulazione di uno o più contratti collegati che regolano i ruoli e le responsabilità delle parti. La *Joint Venture* contrattuale assume una validità pari al periodo di tempo necessario per la realizzazione del progetto per il quale essa è stata stipulata. Nel secondo caso, invece, viene costituito un nuovo soggetto giuridico *ad hoc* per la realizzazione della collaborazione¹²⁵.

Alla luce di quanto analizzato anche le operazioni di *M&A* e *Joint Venture* rappresentano un perfetto completamento del percorso di formazione offerto da *Élite* alle sue imprese. Le imprese infatti, sfruttando le opportunità di *matching* che si vengono a creare all'interno del *network* *Élite*, possono agire anche attraverso linee esterne per eliminare le eventuali inefficienze in termini di costi e di vendite.

3.5.2 I Mini-bond

I *Mini-bond* sono titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) emessi dalle imprese italiane, in particolare di piccola e media dimensione, e sottoscritti da investitori qualificati che a fronte della raccolta del capitale offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è disciplinata oltre che dalle disposizioni normative¹²⁶ anche dal codice civile¹²⁷, ma fino al 2012 si trattava di forme di finanziamento utilizzate quasi esclusivamente da imprese quotate. Nel 2012 il Decreto Sviluppo¹²⁸ ha tolto alle società non quotate il vincolo di emissioni

¹²⁴ Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015, "La Fusione", pp.644-645.

¹²⁵ Il Sole 24 Ore, *Diritto 24, I contratti di joint venture*.

¹²⁶ La normativa in materia è regolata dal D.L. 22 giugno 2012 n. 83 ("**Decreto Sviluppo**") e successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 ("**Decreto Sviluppo Bis**"), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano "**Destinazione Italia**") e dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91 ("**Decreto Competitività**").

¹²⁷ E precisamente dagli articoli 2410-2420 per le S.p.A. e dall'articolo 2483 per le S.r.l.

¹²⁸ Si veda nota 122.

obbligazionarie non eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale vincolo, che già non esisteva per le società quotate, in pratica bloccava la possibilità per le PMI di impiegare il collocamento di obbligazioni come leva per i piani di sviluppo e di investimento. In termini dimensionali possono emettere i *Mini-bond* le piccole e medie imprese, mentre non possono emetterli le micro imprese (meno di 10 dipendenti e fatturato annuo o bilancio sotto i 2 milioni di euro), le società bancarie, le SIM e le SGR. Tipicamente il processo di emissione di un *Mini-bond* inizia con la definizione del *business plan*, il quale evidenzia le motivazioni alla base della necessità di raccolta di capitale e la sostenibilità finanziaria prospettica dell'investimento. Successivamente occorre avvalersi del supporto da parte di esperti legali per la strutturazione del contratto di finanziamento e di esperti contabili per la certificazione del bilancio. Un ulteriore segnale importante per gli investitori risulta essere la richiesta di un *rating* da parte di una agenzia autorizzata con l'obiettivo di misurare il più possibile il rischio dell'emittente. I *Mini-bond* possono essere quotati sul segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, aperto solo a investitori istituzionali. I vantaggi della quotazione sono legati alla possibilità di utilizzare la piattaforma del listino per il collocamento dei titoli e per avere una maggiore visibilità nei confronti degli investitori, anche se ciò richiede il sostenimento di alcuni oneri per l'adeguamento alle normative richieste dal mercato in materia di trasparenza informativa¹²⁹.

Le PMI ricorrono ai *Mini-bond* per diverse motivazioni. In primo luogo, sono interessate a sperimentare questo nuovo canale di finanziamento per imparare a interfacciarsi con gli investitori professionali sul mercato. L'emissione di un *Mini-bond*, infatti, può essere considerata una "prova generale" in vista di successive operazioni più complesse, quali ad esempio il *Private Equity* e la quotazione in Borsa, dal momento che non comporta variazioni nella compagine societaria. In secondo luogo, l'emissione di un *Mini-bond* consente all'impresa di ottenere visibilità, dal momento che tale evento di solito genera un grande impatto mediatico, contribuendo a migliorarne l'immagine e l'affidabilità percepite dal mercato. Infine, bisogna considerare il fatto che il credito bancario non è facilmente accessibile, in particolare nel medio e lungo termine, per le PMI; i *Mini-bond* risultano, in tal senso, una fonte di stabilità di risorse per un certo numero di anni, consentendo di non dipendere eccessivamente dal canale bancario attraverso la differenziazione delle fonti di finanziamento¹³⁰.

A fine 2018 il mercato ExtraMOT PRO, gestito da Borsa Italiana ha raggiunto la soglia dei 207 titoli quotati, il valore più alto mai visto. L'industria dei *Mini-bond* ha dunque confermato

¹²⁹ Osservatorio Entrepreneurship & Finance, Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Politecnico di Milano, novembre 2018, "Mini-bond" pp. 9-14.

¹³⁰ Osservatorio Entrepreneurship & Finance, Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Politecnico di Milano, novembre 2018, "Mini-Bond" pp. 9-14.

anche per il 2018 lo sviluppo costante già evidenziato negli anni precedenti. Le emissioni hanno confermato un significativo interesse da parte delle piccole e medie imprese, infatti se da una parte è cresciuto il numero delle emissioni, dall'altra si è ridotto il controvalore totale raccolto, a causa della riduzione del valore medio dei collocamenti¹³¹.

3.5.3 *I Basket bond*

Nel dicembre del 2017 Élite ha lanciato in collaborazione con Banca Finint il primo *Basket Bond*, una soluzione innovativa progettata per supportare l'accesso alla raccolta di finanziamenti da parte delle aziende virtuose partecipanti al programma di Borsa Italiana. L'*Élite Basket Bond* è un'operazione finanziaria che consente alle imprese in forte crescita del *network* Élite di “fare canestro”, consentendo loro l'accesso a risorse finanziarie nel medio-lungo termine attraverso canali alternativi a quelli tradizionali e a condizioni vantaggiose. L'emissione di obbligazioni di durata decennale e di importo aggregato pari a euro 122 milioni di Euro ha coinvolto dieci società appartenenti al programma Élite, ciascuna delle quali ha emesso obbligazioni con caratteristiche analoghe per tasso e durata, ma di importo diverso in base alle proprie specifiche esigenze finanziarie. Le singole obbligazioni sono state poi raggruppate in un'operazione di cartolarizzazione condotta da uno *Special Purpose Vehicle* (anche “**SPV**”), che ha emesso un'unica tipologia di azioni garantite dalle società emittenti ad una platea di investitori istituzionali attraverso la piattaforma di *private placement Elite Club Deal*. I principali investitori dell'operazione sono stati la Banca Europea degli Investimenti (anche “**BEI**”) e Cassa Depositi e Prestiti, i quali hanno sottoscritto rispettivamente il 50% e il 33% dell'ammontare complessivo dell'obbligazione emessa dall' SPV¹³².

Uno degli elementi che rende diverso l'*Élite Basket Bond* dai veicoli tradizionali di raccolta fondi, consiste nelle garanzie fornite in forma mutualistica dalle società emittenti. Ciascuna di esse, infatti, oltre ai propri obblighi di pagamento, garantisce anche quelli delle altre società emittenti, riuscendo in tal modo a mitigare notevolmente il rischio di credito del paniere e conseguentemente a beneficiare di un finanziamento a costi più convenienti. La partecipazione di una moltitudine di emittenti appartenenti a settori economici e aree geografiche differenti consente, infatti, una diversificazione del rischio di credito e, di conseguenza, una riduzione del costo per interessi sostenuto da ciascun singolo emittente. I benefici che tale operazione comporta, sono dunque a vantaggio sia degli emittenti che degli investitori. Questi ultimi, peraltro, possono accedere ad un portafoglio diversificato di società facenti parte del programma di eccellenza Élite. L'*Elite Basket*

¹³¹ Osservatorio Mini-Bond, 5° *Report italiano sui Mini-Bond*, Politecnico di Milano, febbraio 2019, “Mini-Bond: definizioni e contesto”, pp. 11-25.

¹³² *Elite Basket Bond*: la raccolta fondi del futuro: <https://www.elite-network.com/it/basket-bond/elite-basket-bond-funding-for-the-future>.

Bond rappresenta dunque un'opportunità straordinaria per attrarre gli investitori istituzionali che, per via dei numerosi vincoli imposti dal loro ruolo, difficilmente potrebbero essere interessati ad investire nelle piccole e medie imprese nel medio-lungo termine¹³³.

¹³³ *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli, Milano, 2014, "Le PMI fanno canestro con i *Basket Bond* di Borsa Italiana", pp.64-79.

4. Un Case Study: Pharmanutra S.p.A

Nel corso del presente capitolo verrà analizzata in maniera dettagliata una delle società che ha preso parte al Percorso Élite di Borsa Italiana approdando infine alla quotazione sul mercato AIM Italia. La società in questione è Pharmanutra S.p.A. (“**Pharmanutra**”), azienda nata nel 2003 a Pisa e specializzata nello sviluppo di complementi nutrizionali e dispositivi medici. La scelta è ricaduta su tale società in quanto esempio virtuoso di azienda che ha sfruttato al meglio il Percorso Élite per crescere sia dal punto di vista manageriale che in termini di organizzazione interna e *corporate governance*, per poi culminare il suo percorso virtuoso quotandosi sul AIM, mercato naturale di sbocco per le PMI e beneficiare così delle opportunità che tale operazione mette a disposizione in termini di visibilità e reperibilità di capitali. Vedremo in tal senso come Pharmanutra abbia migliorato la propria *performance* rispetto ai *competitors* in seguito alla quotazione in borsa.

Nel ripercorrere i vari *step* del percorso, al fine di integrare le informazioni disponibili nei canali di comunicazione ufficiali, è stato intervistato il *management* della società, segnatamente il *Chief Financial Officer* (anche “**CFO**”) della società, Dott. Francesco Sarti e l’amministratore esecutivo, Dott. Giovanni Bucarelli. Nel corso della trattazione verranno riportate le loro considerazioni sull’esperienza vissuta durante il Percorso Élite di Borsa Italiana.

4.1 *Pharmanutra*

La società Pharmanutra insieme alle altre società del gruppo svolge attività di ricerca, progettazione, sviluppo e commercializzazione di prodotti innovativi nel campo nutraceutico. Appartengono al Gruppo, oltre a Pharmanutra, le controllate Alesco S.r.l., azienda produttrice e distributrice di principi attivi per l’industria farmaceutica e dell’integrazione alimentare e Junia Pharma S.r.l., azienda operante nello sviluppo e nella distribuzione di farmaci e complementi nutrizionali con particolare riguardo all’area pediatrica¹³⁴.

Le origini del Gruppo risalgono al 2000 anno in cui, su iniziativa di Andrea e Roberto Lacorte insieme ad altri soci, viene costituita Alesco; successivamente nel dicembre del 2003 viene costituita Pharmanutra, inizialmente sotto forma di società a responsabilità limitata poi trasformata in società per azioni nel settembre 2013. Nell’ottobre del 2015 Pharmanutra, già titolare del 25% del capitale sociale di Junia Pharma, acquista l’ulteriore 26%, ottenendone il controllo; contestualmente acquista il 51% del capitale sociale di Alesco: il processo di consolidamento del Gruppo si conclude nel 2016 con l’acquisto dell’intera partecipazione sia di Junia Pharma che di Alesco.

¹³⁴ Pharmanutra, sito ufficiale: <http://www.pharmanutra.it/it/azienda/>.

Il Gruppo opera sia a livello nazionale che internazionale. Nel 2013 Pharmanutra ha stipulato il primo contratto con un distributore estero, avviando così una fase di espansione sui mercati internazionali e di ampliamento della propria rete distributiva. L'espansione internazionale ha portato il Gruppo ad essere presente oggi in 70 Paesi (situati in Europa, Asia, Americhe e Africa), operando attraverso 35 distributori per la commercializzazione esclusiva del prodotto¹³⁵.

Il mercato nutraceutico comprende tutti quegli alimenti, bevande, integratori e ingredienti che apportano effetti benefici sulla salute dei consumatori. Le opportunità di *business* del settore nutraceutico sono legate alla crescente sensibilizzazione della popolazione verso la prevenzione delle malattie e verso uno stile di vita sano. Il mercato nutraceutico può essere suddiviso in vari segmenti: (I) Alimenti Funzionali, ovvero l'insieme degli alimenti che hanno effetti benefici su alcuni aspetti funzionali del corpo umano, (II) Complementi Nutrizionali, ossia l'insieme dei prodotti considerati integratori dell'alimentazione, (III) Dispositivi Medici, ovvero i prodotti utilizzati dal consumatore a scopo di diagnosi, controllo, terapia o attenuazione di una malattia, (IV) Farmaci, ossia le associazioni di sostanze con proprietà curative utilizzate per ripristinare, correggere o modificare le funzioni fisiologiche del corpo umano esercitando un'azione farmacologica, immunologica o metabolica, (V) Bioattivi Nutrizionali, ovvero minerali, vitamine e acidi grassi essenziali utilizzati nella formulazione di complementi nutrizionali e dispositivi medici con funzioni di supplemento di consumo in situazioni di carenza nutrizionale o di aumentato fabbisogno del consumatore¹³⁶.

Per quanto riguarda invece i marchi e i prodotti commercializzati dal Gruppo, vale la pena menzionare il Sideral, un complemento nutrizionale a base di ferro sucrosomiale utile per la prevenzione di carenze alimentari, aumentati fabbisogni organici e nelle terapie di supporto degli stati patologici, e il Cetilar, un unguento a base di esteri cetilati che coadiuva il massaggio aiutando la capacità articolare e di movimento nelle affezioni osteoarticolari.

Pharmanutra cura l'intero processo produttivo, possedendo il *know-how* per gestirne tutte le fasi, dalla progettazione alla commercializzazione del prodotto.

Pharmanutra sviluppa e commercializza direttamente e autonomamente i propri prodotti attraverso una rete esclusiva di circa 180 Informatori Scientifico Commerciali. Essi si occupano della presentazione dei prodotti alla classe medica e della successiva commercializzazione in tutte le farmacie del territorio nazionale¹³⁷.

¹³⁵ Pharmanutra, Documento di Ammissione su AIM Italia.

¹³⁶ Pharmanutra, Documento di Ammissione su AIM Italia.

¹³⁷ Pharmanutra, Documento di Ammissione su AIM Italia.

Operando in un settore altamente competitivo, Pharmanutra ha dovuto sviluppare una strategia basata sullo sviluppo di prodotti innovativi in grado di differenziarsi dai prodotti concorrenti sul mercato e sulla protezione della proprietà intellettuale.

Nell'ambito dei prodotti nutraceutici infatti non è possibile brevettare il prodotto finito, ma solamente la composizione e il processo produttivo dei principi attivi, così come l'indicazione di utilizzo di un determinato prodotto. Pharmanutra è riuscita nel corso degli anni a trasformare questa limitazione in un vantaggio competitivo, potendo utilizzare direttamente i principi attivi prodotti da Alesco si è assicurata infatti la possibilità di renderli non copiabili dalle aziende concorrenti. Fondamentale risulta anche, in un settore come quello nutraceutico, l'attività di Ricerca e Sviluppo (anche "R&S") che ha da sempre rappresentato la principale fonte di innovazione per il Gruppo. A questo si è sempre affiancata una rilevante attività di *marketing* che ha consentito alla società nel corso degli anni di raggiungere una posizione fortemente competitiva nel mercato nutraceutico, oltre alla consapevolezza del proprio *brand* da parte di tutti gli attori della catena del valore: grossisti, farmacie, *partner* esterni, medici, strutture sanitarie e utenti finali¹³⁸.

4.2 La crescita attraverso il Percorso Élite e la quotazione su AIM Italia

Nel maggio 2014 Pharmanutra è entrata a far parte del Percorso Élite, con l'obiettivo di perseguire nuove opportunità di crescita e produttività attraverso il confronto con le *best practice* internazionali. Le motivazioni che hanno spinto la società ad intraprendere il Percorso Élite sono da ricercare principalmente negli effetti benefici che tale percorso permette di ottenere e questo nonostante la circostanza che molti degli elementi necessari per avviare la trasformazione, ovvero crescita, trasparenza e professionalità, siano elementi e caratteristiche da sempre presenti in Pharmanutra.

Hanno affermato il giorno dell'ammissione ad Élite Andrea e Roberto Lacorte, rispettivamente presidente e vicepresidente del consiglio di amministrazione di Pharmanutra, nonché amministratori esecutivi: *“Entrare a far parte del programma Elite ci riempie di orgoglio: un motivo in più per credere ancora più profondamente nella qualità del lavoro che facciamo quotidianamente con entusiasmo e passione. Siamo sicuri che raggiungeremo in breve tempo i nostri obiettivi di crescita, con l'aiuto della professionalità di Borsa Italiana. È per noi l'inizio di un percorso importante che abbiamo intenzione di affrontare con dinamicità per raggiungere il massimo della qualità fino ad arrivare alla quotazione nel listino italiano e londinese”*¹³⁹.

¹³⁸ Documento di Ammissione di Pharmanutra su AIM Italia.

¹³⁹ Pharmanutra, comunicato dell'8 maggio 2014: <http://www.pharmanutra.it/it/news/pharmanutra-entra-ufficialmente-nel-programma-elite-di-borsa-italiana/>.

La quotazione in borsa, con tutti i vantaggi in termini di visibilità e credibilità che crea nei confronti degli investitori, è stata dunque la motivazione principale che ha spinto la proprietà a prendere in considerazione la partecipazione ad un valido progetto di preparazione quale è quello di Élite.

Tale aspetto è emerso anche nel corso dell'intervista congiunta al Dott. Sarti e al Dott. Bucarelli, i quali hanno peraltro sottolineato il fatto che l'operazione di quotazione sia stata intrapresa non per necessità (la società in quel momento non presentava particolari esigenze finanziarie), ma per ambizione, ovvero con l'obiettivo di far crescere ulteriormente la società attraverso l'attuazione di piani industriali sempre più sfidanti, affiancando ad un solido modello di *business* e ad un chiaro progetto di crescita, nuove opportunità di internazionalizzazione e di allargamento della gamma prodotti. Aggiunge peraltro il Dott. Sarti che la quotazione in borsa è stata preferita rispetto ad altre operazioni di finanza straordinaria in quanto fonte di reperimento di capitali esterni meno invasiva, rispetto alle altre forme di finanza, sulla gestione societaria e pertanto più adatta al contesto di Pharmanutra, caratterizzato da esigenze di crescita nel lungo periodo piuttosto che da necessità di finanziamenti di breve e medio periodo. Conclude infine sul punto il Dott. Bucarelli, affermando che la quotazione in borsa è stata presa in considerazione anche per dare un futuro alla società, anche con un occhio ad un futuro passaggio generazionale¹⁴⁰.

Da quanto emerso durante l'intervista, il Percorso Élite è stato per Pharmanutra uno strumento che ha permesso di mettere in moto un profondo processo di cambiamento a livello culturale, strutturale e di trasparenza anticipando le esigenze che sarebbero, di lì a poco, state richieste dal processo di quotazione in borsa. Sotto il punto di vista del cambiamento culturale, il Dott. Bucarelli sottolinea come la società sia passata dall'essere un'impresa dalla forte impronta familiare ad una società con la mentalità rivolta ai mercati e in spiccata vocazione per l'internazionalizzazione.

Per quanto riguarda invece l'adeguamento a livello di *governance* e trasparenza, l'allineamento ai principi del Codice di Autodisciplina ha richiesto una modifica della composizione dell'organo gestorio: si sono fatti entrare nel consiglio di amministrazione 2 ulteriori amministratori, uno con requisiti di indipendenza e l'altro in rappresentanza del maggiore investitore; mentre il collegio sindacale ha ceduto la funzione del controllo contabile ad un'apposita società di revisione. Inoltre, sono stati adottati i principi contabili internazionali, con tutte le modifiche che ne conseguono dal punto di vista della *disclosure* e dei sistemi informativi utilizzati per l'elaborazione del bilancio consolidato. Per quanto riguarda, invece, il cambiamento a livello strutturale-organizzativo, la società ha cercato (e tutt'ora prosegue in questa direzione) di creare una

¹⁴⁰ Fonte: intervista al CFO di Pharmanutra Francesco Sarti e all'amministratore esecutivo Giovanni Bucarelli.

struttura intermedia che si fungesse da raccordo tra direzione e la parte amministrativa-operativa, con l'obiettivo tra le altre cose di ridurre la presenza manageriale in sede. Sottolinea poi il Dott. Sarti come la società abbia adottato il Modello di organizzazione e gestione 231¹⁴¹, con l'obiettivo di salvaguardare la società da eventuali reati commessi dai propri dipendenti. L'adozione di tale modello ha comportato la nomina dell'Organismo di Vigilanza, un organismo dotato di autonomi poteri di iniziativa e controllo con la funzione di vigilare sull'efficace ed effettiva attuazione del citato Modello¹⁴².

I pilastri alla base della crescita di Pharmanutra sono stati fin dal suo ingresso nel Percorso Élite l'ampliamento della gamma prodotti e l'espansione della rete commerciale.

Con riferimento all'ampliamento della gamma prodotti, il Gruppo ha più volte confermato la determinazione di volersi espandere in nuovi segmenti di mercato con prodotti e formulazioni di provata efficacia. È stato possibile implementare tale strategia grazie al contemporaneo e costante investimento in R&S. In particolare, nel corso degli anni sono stati continuamente presentati nuovi prodotti sia nella linea del ferro Sideral che in quella dei prodotti per le affezioni muscolari e articolari Cetilar. Grazie all'implementazione di tale strategia, Pharmanutra negli anni è cresciuta notevolmente all'interno del mercato nutraceutico, salendo al quattordicesimo posto tra le aziende più importanti del settore¹⁴³.

Con riferimento invece al processo di internazionalizzazione iniziato nel 2013, esso ha ricevuto un forte impulso durante tutto il Percorso Élite e con la quotazione e tutt'ora rappresenta per la società una delle maggiori leve di crescita. Pharmanutra infatti ha sempre tentato di affiancare al piano di crescita interno uno sviluppo internazionale basato su un modello di fidelizzazione dei clienti esistenti e di acquisizione di nuovi tramite l'apertura di nuovi mercati in gestione diretta. È stata inoltre implementata una strategia di ricerca e selezione di nuovi *partner* nei territori non ancora coperti anche attraverso contatti sviluppati nel corso di fiere ed eventi internazionali. Nel frattempo, Pharmanutra è diventata una vera e propria realtà a livello internazionale, con il Gruppo presente oggi in 70 paesi, distribuiti in tutte le parti del globo tra Europa, Asia, Americhe e Africa¹⁴⁴.

¹⁴¹ Modello introdotto dal d.lgs. 231 del 2001. Il Modello 231 è un sistema di gestione preventiva dei rischi composto da elementi quali disposizioni organizzative, procedure, codici comportamentali, software e commissioni a seconda delle caratteristiche aziendali. L'effettiva realizzazione del Modello 231 prevede cinque distinte fasi: mappatura delle aree di rischio, valutazione del sistema dei controlli interni, analisi comparativa e piani di miglioramento, redazione effettiva del modello, diffusione.

¹⁴² Fonte: intervista al CFO di Pharmanutra Francesco Sarti e all'amministratore esecutivo Giovanni Bucarelli.

¹⁴³ Pharmanutra, comunicato dell'1 febbraio 2018: <http://www.pharmanutra.it/wp-content/uploads/2018/02/Press-release-Pharmanutra-lancio-nuovi-prodotti-it-en.pdf>.

¹⁴⁴ <http://www.pharmanutra.it/it/azienda/>.

Il Gruppo da luglio 2017 è quotato sul mercato AIM Italia. L'operazione è avvenuta con l'aiuto della *pre-booking company* IPO Challenger 1¹⁴⁵, che ha sottoscritto un 20% circa del capitale di Pharmanutra prima della quotazione, garantendo alla società stabilità nella fase di transizione¹⁴⁶. CFO SIM è stata selezionata come *Nomad* dell'operazione, mentre il flottante al momento dell'ammissione su AIM Italia è stato pari al 23.97%¹⁴⁷. L'IPO è andata bene: dopo un ottimo debutto, i prezzi si sono stabilizzati al termine della prima giornata di negoziazioni a 13.99 euro contro i 10 euro del prezzo di collocamento¹⁴⁸.

In occasione della quotazione ha commentato Barbara Lunghi, *Head of Primary Markets* di Borsa Italiana: “*AIM Italia, il mercato per le PMI di Borsa Italiana, rappresenta il primo passo sul mercato dei capitali per PharmaNutra, un'azienda dalle grandi ambizioni che ha scelto la quotazione per supportare lo sviluppo strategico e il consolidamento del proprio brand. Siamo felici che l'azienda abbia completato il percorso di Elite, utilizzando questa esperienza come opportunità di crescita, allineamento alle best practice internazionali e preparazione alla quotazione su AIM Italia*”¹⁴⁹.

Conclude infine il CFO Francesco Sarti sottolineando come il Gruppo abbia sempre nel corso degli anni guardato con interesse anche ad un modello di crescita attraverso linee esterne, oggi ancora più possibile anche grazie alle risorse rinvenute dalla quotazione in borsa. Tali operazioni sono attualmente ancora sotto *scouting* non avendo la società per ora trovato soluzioni compatibili con le proprie caratteristiche economiche, finanziarie e di *business*¹⁵⁰.

4.3 I risultati economico-finanziari e l'andamento del titolo in borsa

L'andamento positivo del titolo ha confermato fin dal primo giorno di quotazione la bontà delle scelte operate.

¹⁴⁵ IPO Challenger 1 è una SPAC (Special Purpose Acquisition Company) lanciata da Electa Ventures e sostenuta da Ipo Club, fondo chiuso dedicato all'accelerazione di IPO ed investimenti in SPAC e *pre-booking company* del Gruppo Azimut. I due team sono costantemente impegnati nella selezione di PMI virtuose con cui stringere partnership a sostegno crescita, accesso a capitali e quotazione. Le SPAC sono dei veicoli, privi di attività operative, che vengono costituiti da un team di promotori, gli Sponsor, per raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in borsa.

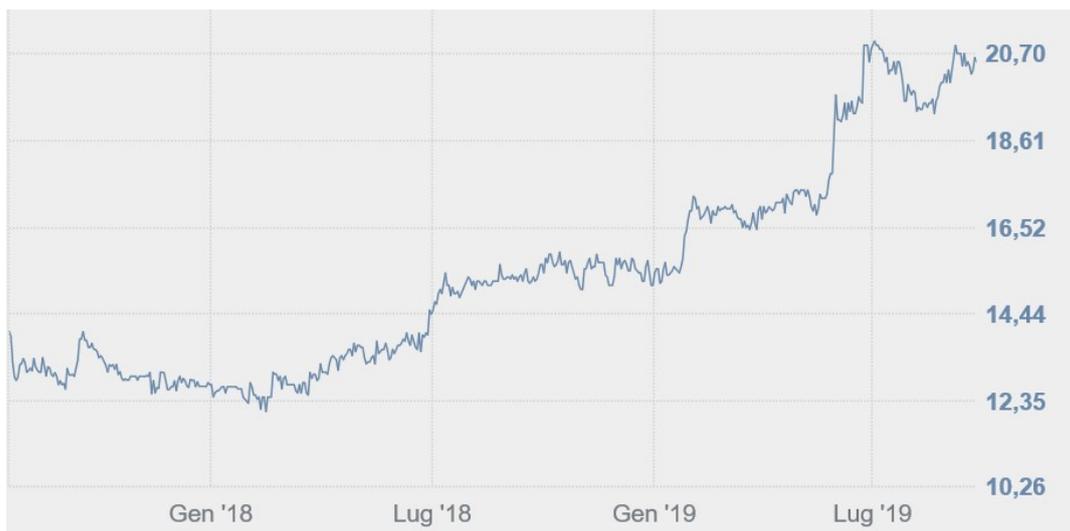
¹⁴⁶ Borsa Italiana, Pharmanutra, la crescita fa leva sull'innovazione: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/i-protagonisti/pharmanutra.htm>.

¹⁴⁷ Borsa Italiana, comunicato del 18 luglio 2017: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/pharmanutra.htm>.

¹⁴⁸ Borsa Italiana, Pharmanutra, la crescita fa leva sull'innovazione: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/i-protagonisti/pharmanutra.htm>.

¹⁴⁹ Borsa Italiana, comunicato del 18 luglio 2017: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/pharmanutra.htm>.

¹⁵⁰ Fonte: intervista al CFO di Pharmanutra Francesco Sarti e all'amministratore esecutivo Giovanni Bucarelli.



[Fonte: Borsa Italiana, Pharmanutra, andamento del titolo (settembre 2019)]

Il grafico sopra esposto mostra come il prezzo del titolo dal momento della quotazione ad oggi, sia continuamente aumentato, partito da un prezzo di 13.99 euro (18 luglio 2017) si è assestato su un valore vicino ai 20.70 euro nel settembre del 2019.

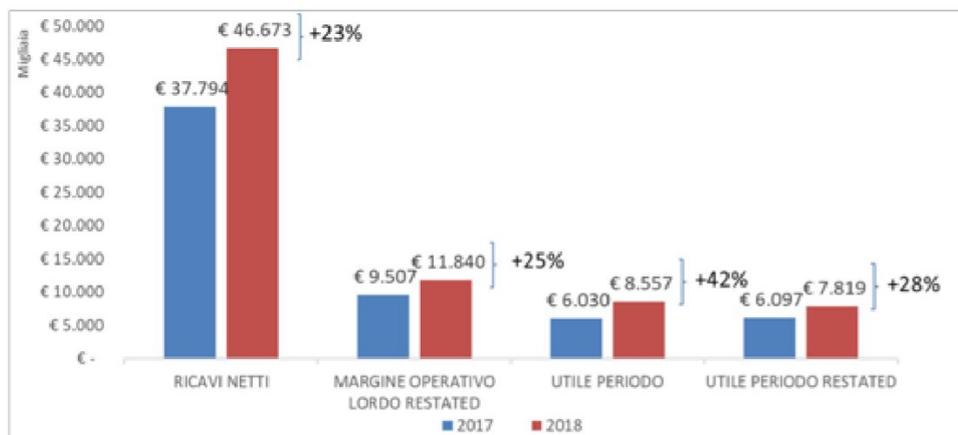


[Fonte: Borsa Italiana, Pharmanutra, andamento del titolo (settembre 2019)]

Tale andamento, oltre che essere stato estremamente positivo per l'azienda in sé, è stato decisamente migliore rispetto agli altri titoli presenti nel mercato AIM, e questo conferma come, per poter sfruttare al meglio tutte le opportunità che la quotazione mette a disposizione, sia assolutamente importante arrivare preparati alla quotazione. In quest'ottica, il Percorso Élite rappresenta una più che valida opportunità per un avvicinamento graduale e consapevole al mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese.

Andando a confrontare i risultati operativi del 2017 con quelli del 2018, è possibile constatare gli effetti positivi della quotazione sullo sviluppo del *business* di Pharmanutra. Questi risultati sono stati principalmente sostenuti da tre *driver* di crescita: lo sviluppo di tecnologie

innovative e il lancio di nuovi prodotti, il potenziamento della rete commerciale nazionale e l'internazionalizzazione del Gruppo¹⁵¹.



[Fonte: Pharmanutra, Risultati 2018 (marzo 2019)]

Il grafico esposto mostra chiaramente come i risultati economici nell'esercizio successivo alla quotazione in borsa siano stati decisamente migliori per il Gruppo, con un incremento nel 2018 del 23% dei ricavi netti rispetto all'esercizio precedente, un aumento del risultato operativo lordo del 25% e un incremento del 28% del risultato netto di periodo.

€m	I Semestre 30/06/19	I Semestre 30/06/18	Var % '19 vs '18	Annuale 31/12/18	Annuale 31/12/17
Totale Ricavi	25,12	22,05	13,90%	48,12	37,87
Margine Operativo Lordo	6,32	5,49	15,11%	11,84	9,51
Ebitda margin	25,16%	24,90%		24,61%	25,11%
Margine Operativo Netto	5,84	5,16	13,21%	11,18	8,86
Ebit Margin	23,27%	23,41%		23,23%	23,39%
Risultato Ante Imposte	5,84	5,13	13,73%	11,85	8,77
Ebt margin	23,25%	23,29%		24,63%	23,16%
Risultato Netto	3,98	3,56	11,64%	8,56	6,03
E-Margin	15,85%	16,17%		17,78%	15,93%

[Fonte: Borsa Italiana, Pharmanutra, Dati Finanziari (settembre 2019)]

Un significativo miglioramento dei risultati economici c'è stato anche nel 2019, a conferma del circolo virtuoso che si viene generalmente a creare in seguito al processo di quotazione in borsa. Nel primo semestre 2019 il Gruppo ha registrato ricavi pari a 25,1 milioni di Euro, in crescita del

¹⁵¹ Pharmanutra, comunicato del 18 luglio 2018: http://www.pharmanutra.it/wp-content/uploads/2018/07/CS-Pharmanutra-1-anno-quotazione-18_07_2018.pdf.

13.9% rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente. Questo incremento significativo di *performance* è da attribuire prevalentemente alla continua attività di ricerca e sviluppo e alle attività cliniche sulle due linee principali di prodotti, che generano una crescente percezione della loro efficacia presso la classe medica e i consumatori. Oltre ai ricavi sono aumentati conseguentemente anche il risultato operativo lordo del Gruppo, con una crescita del 15% rispetto al 30 giugno 2018, ed il risultato operativo netto, con un incremento del 12% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente¹⁵².

¹⁵² Pharmanutra, comunicato del 16 settembre 2019: <http://www.pharmanutra.it/wp-content/uploads/2019/09/CS-Pharmanutra-Semestrale-2019.pdf>.

Conclusioni

Il Percorso Élite di Borsa Italiana è un programma che nasce con l'obiettivo di avvicinare con gradualità le PMI al mercato dei capitali, accompagnandole nel percorso di cambiamento culturale ed operativo, necessario per poter dialogare con la comunità finanziaria domestica e internazionale e accedere a risorse finanziarie per loro natura selettive. Sulla base delle analisi svolte infra, avvalorate dall'esito di un *case study* rappresentativo delle esigenze delle PMI italiane, è possibile concludere circa la capacità del percorso di soddisfare le esigenze del tessuto imprenditoriale italiano, che è costituito dalla granularità di piccole e medie imprese, spesso altamente specializzate ma allo stesso tempo con difficoltà di accesso ai mercati finanziari.

Nel corso della trattazione sono stati dapprima analizzati struttura e obiettivi del Percorso Élite, per poi approfondire gli aspetti di diritto societario alla base del percorso di allineamento del *Framework di corporate governance Élite* al codice civile ed al Codice di Autodisciplina. Tale percorso non poteva che trarre origine dallo studio degli organi di amministrazione e controllo previsti dal codice civile per le società per azioni, struttura societaria di elezione nei processi di quotazione nei vari mercati. Conseguenza logica degli approfondimenti di cui sopra si è ritenuto essere il tema dell'apertura al mercato dei capitali, con l'individuazione delle varie opzioni di finanza straordinaria e *focus* specifico sulle operazioni di IPO e sul mercato AIM di Borsa Italiana.

Al fine di supportare poi quanto esposto nei primi tre capitoli, nel quarto capitolo è stata riportata la valutazione di un caso specifico di adesione al Percorso Élite finalizzato con la quotazione sul mercato AIM, il caso della società Pharmanutra. A seguito di alcuni colloqui con il *management* della società, è stato possibile concretamente riscontrare quanto già evidenziato nei documenti ufficiali pubblicati, ovvero il percorso virtuoso seguito dalla società attraverso il rafforzamento della *governance* societaria per giungere infine alla quotazione della stessa. A conclusione dell'intero processo è stato possibile definire gli effetti positivi del percorso, avvalorati anche da un'analisi di *follow-up* sui benefici che si sono ottenuti successivamente alla quotazione confermati, come sopra anticipato, dalle interviste condotte. Benefici che possono essere sintetizzati nella correlativa crescita dei ricavi e della marginalità e nella conseguente possibilità di sviluppo delle linee strategiche di espansione individuate dal *management* nel *business plan* a supporto della quotazione, ovvero le tecnologie innovative, il lancio di nuovi prodotti, il potenziamento della rete commerciale in Italia e l'internazionalizzazione del Gruppo.

Si ritiene pertanto di poter concludere sostenendo che, il Percorso Élite, instillando un cambiamento culturale e qualitativo nel *management* e più in generale nella *governance* delle PMI, permette di raggiungere benefici organizzativi, miglioramenti nella struttura finanziaria e vantaggi competitivi che non possono a loro volta non generare effetti migliorativi sul tessuto economico imprenditoriale ed ultimativamente sul sistema Paese in generale.

Bibliografia

Alvaro, Caselli, D'Eramo, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, in "Quaderni Giuridici", Consob, n. 18, dicembre 2018.

Anaclerio, Miglietta, Servato, *L'internal audit nelle società quotate e nei grandi gruppi: proposte applicative*, in "Amministrazione & Finanza" n. 11 del 2014, p.46.

Annunziata, *Pmi, quotazione, crowdfunding*, XXIX Convegno di Studio "Adolfo Beria di Argentine", I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo, Courmayeur, 18-19 settembre 2015.

Argenzio, *Il regime informativo della remunerazione degli amministratori di società quotate*, in "Bilancio e Reddito d'Impresa" n.7 del 2012, p.55.

Bankpedia, Private Equity Fund, ASSONEBB: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21778-private-equity-fund-enciclopedia>.

Bava, Devalle, *Revisione legale negli "enti di interesse pubblico": novità*, in "Bilancio e reddito d'impresa" n. 8 del 2010, p.61.

Belcredi, Caprio, *Struttura del CdA ed efficienza della "corporate governance"*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", Fascicolo 1, giugno 2003.

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

Borsa Italiana, andamento del titolo Pharmanutra: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/aim-italia/scheda/IT0005274094.html>.

Borsa Italiana, Comunicati stampa, Review dei mercati 2018 (dati aggiornati al 21 dicembre 2018).

Borsa Italiana, comunicato del 18 luglio 2017: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/pharmanutra.htm>.

Borsa Italiana, comunicato del 27 febbraio 2019: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2019/lounge-elite-mediolanum.htm>.

Borsa Italiana, dicembre 2018: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficiostampa/comunicati-stampa/2018/review-mercati-2018.htm>.

Borsa Italiana, Elite Connect: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/eliteconnect.htm>.

Borsa Italiana, Glossario Finanziario, *Due diligence*.

Borsa Italiana, Pharmanutra analisi titolo <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societa-dettaglio.html?isin=IT0005274094&lang=it>.

Borsa Italiana, Pharmanutra, dati finanziari <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societadettaglio.html?isin=IT0005274094&lang=it>.

Borsa Italiana, Pharmanutra, la crescita fa leva sull'innovazione: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/i-protagonisti/pharmanutra.htm>.

Brealey, Myers, Allen, Sandri, Principi di finanza aziendale, VII edizione, McGraw Hill Education, 2015.

Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET giuridica, 2015.

Chiappetta, *Diritto del governo societario*, CEDAM Scienze giuridiche, 2017, Quarta edizione.

Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018.

Commissione Europea, 2017 SBA Fact Sheet, Italy.

Corriere della Sera, L'economia, Pmi sul mercato? Questione di "governance", Bocconi, 04/03/2019.

De Angelis, Peyrano, *Nuove iniziative per la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane: il progetto Elite*, studio SDA Bocconi, 12 dicembre 2012.

Deloitte Touche Tohmatsu Limited, *Initial Public Offering, credito d'imposta per i costi di quotazione*, luglio 2019.

Di Donato, *Gli amministratori indipendenti, corporate governance, earnings management*, Luiss University Press, 2012, “I costi di agenzia: ruolo del consiglio di amministrazione e degli amministratori indipendenti”, pp. 51-58.

Di Toro, *Corporate Governance*, Gruppo 24 Ore, 2010.

Elite *Basket Bond*: la raccolta fondi del futuro: <https://www.elite-network.com/it/basket-bond/elite-basket-bond-funding-for-the-future>.

Elite *Framework* di Governo Societario, gennaio 2019.

Elite Growth, *Connecting companies with capital – Slides di presentazione*, aprile 2019: <https://www.elite-growth.com>.

Elite Growth, *Strumento di supporto alla crescita sostenibile delle Filiere del Paese– Slides di presentazione*, marzo 2019: <https://www.elite-growth.com>.

Elite Growth, *Thinking Long Term – Slides di presentazione*, aprile 2015: <https://www.elite-growth.com>.

Elite partnership: <https://www.elite-network.com/it/partners/what-is-elite-partnership>.

Ferrarini, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, Il Mulino, n.1, giugno 2013.

Giordano, Modena, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, in “Discussion Papers”, Consob, n. 7, settembre 2017.

I controlli interni nelle società per azioni quotate: il ruolo del collegio sindacale, in “Giurisprudenza Italiana” n. 11 del 2013, p.2419.

Il Sole 24 Ore, Diritto 24, *I contratti di joint venture*.

Il Sole 24 Ore, *Quando è la governance a creare valore*, De Molli e Visani, 8, marzo 2018.

Intervista al CFO di Pharmanutra Francesco Sarti e all'amministratore esecutivo Giovanni Bucarelli.

La Borsa serve, L'imprenditore, maggio 2012, intervista a Raffaele Jerusalmi.

La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, FrancoAngeli, Milano, 2014.

Lener, *Monistico come modello ottimale per le quotate? Qualche riflessione a margine del rapporto Consob sulla corporate governance*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 1, giugno 2016.

Marroni, *L'importanza della composizione dell'organo di amministrazione di Spa*, in "Amministrazione e Finanza" n.7 del 2018, p.50.

Mirabelli, L'attività dell'Internal Audit, in "Associazione Italiana Internal Auditors", slides di presentazione, Milano, 13 ottobre 2006.

Osservatorio Entrepreneurship & Finance, Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Politecnico di Milano, novembre 2018.

Osservatorio Mini-Bond, *5° Report italiano sui Mini-Bond*, Politecnico di Milano, febbraio 2019.

Pharmanutra, comunicato del 16 settembre 2019: <http://www.pharmanutra.it/wp-content/uploads/2019/09/CS-Pharmanutra-Semestrale-2019.pdf>.

Pharmanutra, comunicato del 18 luglio 2018: http://www.pharmanutra.it/wp-content/uploads/2018/07/CS-Pharmanutra-1-anno-quotazione-18_07_2018.pdf.

Pharmanutra, comunicato dell'1 febbraio 2018: http://www.pharmanutra.it/wp-content/uploads/2018/02/Press-release-Pharmanutra-lancio-nuovi-prodotti_it_en.pdf.

Pharmanutra, comunicato dell'8 maggio 2014: <http://www.pharmanutra.it/it/news/pharmanutra-entra-ufficialmente-nel-programma-elite-di-borsa-italiana/>.

Pharmanutra, Documento di Ammissione su AIM Italia.

Pharmanutra, sito ufficiale: <http://www.pharmanutra.it/it/azienda/>.

PMI e M&A in Italia, una strada sicura per la crescita, FrancoAngeli, Milano, 2014.

PMI in volo: destinazione mercato dei capitali, FrancoAngeli, Milano, 2014.

Prestipino, *Articolo 114-bis TUF*, in *Commentario TUF* a cura di Francesco Vella, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

Saunders, Cornett, Anolli, Alemanni, *Economia degli intermediari finanziari*, IV edizione, McGraw-Hill Education, 2015.

Vietti, *La governance nelle società di capitali*, Egea, 2013.

World Bank, IBRD-IDA: <https://www.worldbank.org/>.