



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia & Management

curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

La via dell'AIM Italia: miglior reputazione e trasparenza informativa

The AIM Italia's aim: transparency with a better standing

Relatore: Chiar.mo

Prof. Manelli Alberto

Tesi di Laurea di:

Montecchiani Jacopo

Anno Accademico 2019 – 2020

INDICE

INTRODUZIONE: Profilo PMI italiane ed europee	1
1. CAPITOLO 1: Il segmento AIM di Borsa Italiana	4
1.1 Presentazione Borsa Italiana e AIM Italia	4
1.2 Requisiti d'accesso, benefici e costi di quotazione	5
1.3 Attori processo di quotazione	12
1.4 Il mercato AIM Italia in pillole	16
1.5 Strumenti di finanza alternativa	19
1.5.1 <i>Riforma Basilea IV e riflessioni sulla struttura finanziaria delle PMI italiane</i>	19
1.5.2 <i>Private Equity</i>	23
1.5.3 <i>Mini-bond</i>	26
1.5.4 <i>Finanza Agevolata</i>	33
1.5.5 <i>Cambiali Finanziarie</i>	34
1.5.6 <i>Confronto PIR ed ELTIF</i>	37
1.5.7 <i>Piattaforme Fintech</i>	39
2 CAPITOLO 2: Analisi di alcune società quotate all'AIM	45
2.1 Caso CLABO: settore manifatturiero	45
2.1.1 <i>Informazioni finanziarie selezionate relative agli esercizi pre-quotazione</i>	45

2.1.2	<i>Fattori di rischio relativi al Gruppo</i>	48
2.1.3	<i>Fattori di rischio relativi alla quotazione delle Azioni</i>	50
2.1.4	<i>Evoluzione del Gruppo post-quotazione</i>	52
2.1.5	<i>Valutazione CLABO</i>	64
2.1.6	<i>Relazione Semestrale: confronto 2018-2019 ed evoluzione prevedibile della gestione</i>	68
2.2	Caso CLEANBNB: settore dei servizi	76
2.2.1	<i>Informazioni finanziarie selezionate relative agli esercizi pre-quotazione</i>	76
2.2.2	<i>Fattori di rischio relativi all'Emittente</i>	81
2.2.3	<i>Fattori di rischio relativi alla quotazione delle Azioni</i>	89
2.2.4	<i>Panoramica delle attività aziendali</i>	97
2.2.5	<i>Principali mercati e posizionamento competitivo</i>	101
2.2.6	<i>Fatti importanti nella storia operativa dell'Emittente</i>	105
2.2.7	<i>Strategia ed obiettivi futuri di gestione</i>	107
2.3	Caso CYBEROO: settore tecnologico	109
2.3.1	<i>Informazioni finanziarie relative al periodo pre-quotazione</i>	111
2.3.2	<i>Fattori di rischio relativi all'Emittente e al Gruppo</i>	117
2.3.3	<i>Fattori di rischio relativi alla quotazione degli strumenti finanziari</i>	123
2.3.4	<i>Panoramica delle attività e business del Gruppo</i>	131
2.3.5	<i>Principali mercati e posizionamento competitivo</i>	143

2.3.6	<i>Strategie ed obiettivi futuri di gestione</i>	148
2.4	Dati raccolti dalle interviste alle Società coinvolte	152
2.4.1	Caso CLABO	153
2.4.2	Caso CLEANBNB	158
2.4.3	Caso CYBEROO	160
3	CAPITOLO 3: Analisi sperimentale di alcune PMI marchigiane	166
3.1	Osservatorio AIM Italia: analisi introduttiva Regione Marche	166
3.2	Analisi PMI marchigiane non quotate: banca dati AIDA	168
3.2.1	<i>Analisi economico-finanziaria e confronti</i>	168
3.2.2	<i>Analisi della governance</i>	173
3.3	Analisi imprese proposte	178
3.3.1	<i>Caso ARCANSAS: settore manifatturiero</i>	178
3.3.2	<i>Caso VEGA: settore dei servizi</i>	186
3.3.3	<i>Caso e-LIOS: settore tecnologico</i>	194
3.3.4	<i>Valutazioni finali e riflessioni</i>	205
	CONCLUSIONI	206
	APPENDICE	212
	RIFERIMENTI, BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	213

INTRODUZIONE

Profilo PMI italiane ed europee

Sulla base della definizione di PMI fornita dall'UE con la Raccomandazione n. 2003/361/CE, recepita dall'Italia con il Decreto Ministeriale 18 aprile 2005

- si definisce *piccola impresa* un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato o totale di bilancio annuo non superiori a €10 milioni.
- si definisce *media impresa* un'impresa che occupa meno di 250 persone e realizza un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

Definizione	Numero di dipendenti	Fatturato	Totale di bilancio
PMI			
Micro Impresa	meno di 10	non superiore a 2 milioni di euro	non superiore a 2 milioni di euro
Piccola impresa	meno di 50	non superiore a 10 milioni di euro	non superiore a 10 milioni di euro
Media impresa	meno di 250	non superiore a 50 milioni di euro	non superiore a 43 milioni di euro

I requisiti relativi al numero di dipendenti e al totale del fatturato, o al numero di dipendenti e al totale di bilancio, devono ambedue sussistere e sono cumulativi. È

invece prevista l'alternatività tra i requisiti di fatturato e totale di bilancio (la scelta di quale considerare dipende dalla convenienza dell'azienda).

Tale categoria di imprese rappresenta sicuramente il motore del sistema economico italiano, ma anche un fardello come si vedrà più avanti, soprattutto dal punto di vista culturale. In termini di numeri, l'Italia è il primo Paese del continente per PMI operanti con una percentuale superiore al 99%: in più, forniscono occupazione all'81% della forza-lavoro e generano il 70% del valore aggiunto del Paese.

Questo però a partire dagli anni '70, periodo in cui le imprese minori, tipicamente artigianali e legate alla tradizione, iniziarono a recuperare competitività e ad aumentare la loro portata d'azione grazie a importanti mutamenti di contesto.

Lo sviluppo dei trasporti e i primi importanti investimenti in comunicazioni ridussero i costi e i vincoli di distanza, promuovendo maggiori contatti e nuovi sbocchi di mercato; gli avanzamenti nell'elettronica e la messa a punto dei primi sofisticati sistemi di controllo e gestione favorirono la suddivisione del ciclo del valore in più attività e impianti, non per forza integrati in un'area delimitata e su larga scala.

Dal lato della domanda, una ridotta disponibilità al consumo parallelamente ad una tendenza al risparmio da sempre caratterizzante il Bel paese, in aggiunta ad una maggior consapevolezza dei prodotti da parte delle famiglie e, infine, alla crescente stratificazione dei bisogni, ha portato ad una profonda revisione degli articoli di spesa a danno dei prodotti in serie standardizzati.

Le grandi imprese verticali integrate hanno iniziato a perdere spinta in favore di PMI più specializzate, con utilizzo più flessibile e dinamico di capitale e forza-lavoro e che

facevano un maggior uso di tecnologie e competenze tecniche trasversali all'interno di strutture organizzative snelle ed orizzontali, ideali per una crescita equilibrata e solida. Anche a livello UE comunque il fenomeno ha assunto notevole rilevanza, meritevole di attenzione particolare e, nel concreto, stanziamento di importanti fondi a sostegno di programmi strutturali volti allo sviluppo competitivo delle PMI attraverso innovazione digitale e manageriale, oltre che maggior liquidità e respiro in termini finanziari.

Sempre maggior portata e stanziamenti stanno ottenendo, come sopra accennato, i programmi strutturali di investimento nello studio, diffusione ed implementazione delle nuove tecnologie del digitale nelle imprese. Questa missione, seppur complessa per ovvi motivi tecnici e culturali, è fondamentale per incrementare la competitività soprattutto delle PMI, cercando di supportare e potenziare le competenze e know-how tradizionali con le nuove frontiere tecnologiche a livello comunicativo, gestionale e ingegneristico. Un esempio di grande importanza risulterebbe quello delle nuove piattaforme di fintech per pagamenti, raccolta fondi e gestione delle finanze in maniera telematica e con accesso rapido e flessibile.

Nel primo capitolo, verrà presentato il mercato AIM Italia con i suoi numeri e requisiti d'accesso e operatività, oltre che logiche sottostanti e alcuni strumenti alternativi di finanziamento di forte impatto.

Nel secondo capitolo, si passerà ad analizzare a fondo tre casi di imprese quotate all'AIM, analizzandone l'esperienza negli anni anche grazie ad interviste dirette.

Nel terzo ed ultimo capitolo, dopo una breve analisi dell'esperienza di quotazione delle tre Società marchigiane all'AIM, si proporrà di quotare altrettante Società virtuose che, grazie al supporto di una banca dati, hanno mostrato risultati e business di alto rilievo.

CAPITOLO 1 – IL SEGMENTO AIM DI BORSA ITALIANA

1.1 - PRESENTAZIONE BORSA ITALIANA E AIM ITALIA

Borsa Italiana è una delle principali Borse europee e si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni. Inoltre, Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni e gli obblighi di operatori ed emittenti. Intermediari nazionali ed internazionali, collegati al mercato tramite un sistema di negoziazione multilaterale (MTF) completamente elettronico, garantiscono l'esecuzione degli scambi rapidamente e in tempo reale. Obiettivo principale di Borsa Italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza. Nata dalla privatizzazione dei mercati di borsa nel 1998, Borsa Italiana ha costruito un'infrastruttura che permettesse l'accesso ai capitali internazionali. Dal 2007 Borsa Italiana è entrata a far parte del London Stock Exchange Group¹, dando vita a quello che è oggi il mercato leader in Europa per scambi azionari e di ETF, covered warrant, certificates e strumenti del reddito fisso.

Borsa Italiana gestisce diversi mercati, tra cui appunto quello azionario AIM Italia ed obbligazionario professionale ExtraMOT Pro, dedicati appositamente alle PMI.

AIM Italia è dedicato alle PMI dinamiche e competitive (ad alto potenziale), in cerca di capitali per finanziare la crescita attraverso un approccio regolamentare equilibrato,

¹ Holding del Gruppo, principale piazza finanziaria europea, attivo in varie aree di business quali servizi informativi, gestione del rischio, analisi dei prospetti di bilancio e formazione e raccolta di capitale.

pensato per le esigenze di imprese ambiziose. Esso si propone come acceleratore di tali progetti di crescita sviluppo delle PMI, rispondendo agli obiettivi delle società di raccolta di capitale, visibilità, standing e controllo organizzativo. AIM Italia offre un percorso semplificato di quotazione calibrato sulla struttura delle piccole e medie imprese, con la supervisione di un consulente, il Nomad, che accompagna la Società sia durante la fase di ammissione che per tutta la permanenza sul mercato. Tale mercato è caratterizzato, oltre che da requisiti flessibili in fase di ammissione, da adempimenti informativi ex post volti a dare maggiore trasparenza nell'interesse dei principali stakeholders. Parlando di numeri, AIM Italia conta 128 Società quotate in rappresentanza di 13 settori, con 3.8 Miliardi di Euro di raccolta totale in quotazione e ben 6.8 Miliardi di Euro di capitalizzazione totale.²

1.2 - BENEFICI, COSTI E REQUISITI D'ACCESSO ALL'AIM

Benefici della quotazione

- **Capitali per la crescita:** tale soluzione permette alla Società di raccogliere risorse per finanziare progetti di crescita, senza vincoli di restituzione.
- **Visibilità e standing:** la quotazione migliora lo status e la credibilità della società nei confronti di tutti gli interlocutori: clienti, fornitori, competitors, infrastrutture e community.

² AIM Italia al giorno 08/08/2019. A fine anno le Società quotate ammontavano a 132, includendo, tra quelle recentemente ammesse all'AIM, anche CleanBnB e Cyberoo che verranno analizzate in seguito.

- **Adozione di best practice:** l'adesione alla regolamentazione di Borsa Italiana, con risposta a requisiti di trasparenza e governance e pubblicazione di ricerche, rappresenta un elemento virtuoso per la società stessa e per il mercato.
- **Supporto all'internazionalizzazione:** la quotazione contribuisce ad ampliare l'orizzonte e la portata internazionale della Società in questione.
- **Valutazione della società:** la quotazione permette di attribuire un valore oggettivo alla società, rendendo misurabili le sue performance sul mercato ed eventualmente il controvalore in caso di operazioni di finanza straordinaria.
- **Attrazione di nuovi talenti:** lo status di società quotata favorisce l'attrazione di talenti a tutti i livelli, che possono sviluppare un percorso professionale riconosciuto anche dal mercato.

Come quotarsi

Molte società di successo private, o caratterizzate dalla presenza nel capitale di investitori istituzionali, affrontano un momento in cui valutano l'ipotesi di quotarsi in Borsa. Per esempio la società ha un piano di nuovi investimenti da finanziare o vuole affrontare un ricambio generazionale. Oppure ancora, alcuni membri della famiglia fondatrice o investitori istituzionali cercano un'opportunità per uscire dall'investimento. La quotazione in Borsa offre una risposta a queste sfide e rappresenta una scelta chiave per il futuro dell'azienda. Pertanto una società deve valutare attentamente tutti gli aspetti della quotazione e le implicazioni che lo status di società quotata implica sulla gestione aziendale. La più importante è sicuramente la

condivisione della proprietà e della pianificazione strategica con i sottoscrittori dei titoli finanziari emessi e, quindi, maggiori vincoli operativi e comunicativi.

L'accesso al mercato dei capitali tramite la quotazione in Borsa è uno strumento importante per tutte le imprese che desiderano confrontarsi in scenari competitivi sempre più complessi, che richiedono visione strategica, piani industriali solidi e importanti capitali per realizzarli. Ecco alcuni dati a supporto di ciò³:

- le imprese quotate sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo: il fatturato cresce pre-quotazione del 22% annuo e del 18% dopo, a fronte di un dato medio del 7%;
- 4 imprese su 5 dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore, in quanto difficilmente sostenibile;
- il 40% delle risorse raccolte in sede di Initial Public Offering sono destinate all'attività di crescita per linee esterne: il 70% delle imprese effettua almeno un'acquisizione e mediamente si osservano 4 acquisizioni per impresa;
- in corrispondenza dell'accesso al mercato azionario le imprese effettuano significativi investimenti: il tasso di investimento annuo passa dal 15% pre-quotazione al 23% successivo, rassicurati da un solido appoggio finanziario.

Affinché la quotazione in Borsa sia positiva per la società, è importante attrarre l'interesse degli investitori e quindi essere in possesso di requisiti formali e sostanziali.

³ Dati disponibili sul sito di Borsa Italiana.

La quotazione comporta davvero costi o si tratta di investimenti?

I costi di quotazione sono da considerarsi **investimenti**, spesso necessari per migliorare la capacità competitiva e affrontare le sfide della crescita internazionale. Alcuni passi possono essere il miglioramento dei sistemi di pianificazione strategica e controllo di gestione, l'affinamento delle strategie di comunicazione interna ed esterna, ecc.

Inoltre, i costi di quotazione vanno sempre considerati unitamente ai **benefici** ottenuti con la quotazione stessa. Ad esempio, la possibilità di accesso a ingenti capitali specializzati domestici e soprattutto internazionali difficilmente reperibili tramite i canali tradizionali; credibilità e prestigio dati dall'appartenenza a un mercato di visibilità internazionale; liquidità del titolo, derivante dall'ampia platea di investitori a disposizione e dalla presenza dei comuni risparmiatori interessati.

Infine, diversamente dal finanziamento bancario, i costi di quotazione si sostengono una sola volta, ma danno accesso al canale di finanziamento del mercato in via permanente, potendo tornare sul mercato molte volte senza sostenere ulteriori costi di due diligence. I costi di quotazione si suddividono tra:

- costi **variabili** in base alla dimensione dell'offerta, quale il costo del collocamento titoli, effettuato dal broker o global coordinator. Viene calcolato in percentuale sul capitale raccolto, sono simili su tutti i mercati e all'aumentare dell'offerta aumenta anche il loro peso rispetto ai costi fissi.

- costi **fissi** da sostenere per preparare la società alla quotazione in Borsa da parte dei vari consulenti coinvolti (Nomad, consulenti legali, revisori), i quali dipendono dalla complessità aziendale e dal mercato di quotazione.

Requisiti per l'accesso all'AIM

AIM Italia si rivolge principalmente a PMI che si impegnano in progetti di crescita credibili e sostenibili all'interno di settori in espansione, con una struttura finanziaria equilibrata e in grado di attrarre una platea diversificata di investitori.

Se è vero che le condizioni di accesso al segmento AIM sono più flessibili e meno stringenti rispetto al mercato principale delle STAR⁴, sono però previsti dei **requisiti sostanziali** e formali da rispettare.

I primi riguardano le reali prospettive di crescita e gestione del business, in termini di:

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

⁴ Segmento Titoli Alti Requisiti, rivolto appunto a Società per Azioni di media dimensione, con una capitalizzazione tra 40 milioni e un miliardo di euro e almeno il 35% di flottante (alta liquidità).

Passando invece ai requisiti formali per l'ammissione, essi sono contenuti nel Regolamento di AIM Italia, e riguardano sia la fase di IPO che il periodo post IPO. Come visto sopra, AIM Italia è gestito e regolamentato direttamente da Borsa Italiana ed è sicuramente il mercato azionario a maggior flessibilità, trattandosi comunque di piccole e medie imprese in fase di sviluppo. Tra i requisiti formali **in fase di IPO**, critici quelli che riguardano il flottante (numero di azioni emesse da una società e disponibili per la negoziazione) e l'offerta iniziale, che deve essere avanzata da almeno cinque investitori strutturati che coprano anche una buona parte del flottante.

Flottante **10%**

Bilanci 1 (se esistente)
certificati

Principi Italiani, Internazionali o Americani
contabili

Offerta Principalmente Istituzionale, con minimo cinque Investitori
Istituzionali che coprano il 10% del flottante

Altri Documento di ammissione
documenti

Sito Web Obbligatorio

I requisiti formali **post IPO** riguardano invece gli obblighi di informativa di bilancio, tecnica e attinente operazioni “price sensitive”, ossia idonee ad avere un impatto non trascurabile sulla quotazione. Tali requisiti inoltre specificano l’obbligo di avvalersi del supporto ed assistenza di un Nominated Advisor (Nomad) nelle operazioni finanziarie e legali per tutta la permanenza della Società nel mercato, nonché di uno Specialist, ossia un operatore intermediario che si impegna a garantire la liquidità dei titoli azionari esponendo continuativamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita.

Nomad	Obbligatorio
Specialist	Obbligatorio (Liquidity Provider)
Informativa al mercato	Obblighi su informazioni price sensitive, operazioni straordinarie (MAR ⁵ e Regolamento AIM Italia)
Dati trimestrali	Non obbligatori
Dati semestrali	Sì, entro 3 mesi dalla chiusura del semestre
Dati annuali	Sì, entro 6 mesi dalla chiusura d’esercizio
Informativa contabile periodica	Bilancio revisionato entro 6 mesi (revisione legale obbligatoria), relazione semestrale entro 3 mesi (revisione legale facoltativa)

⁵ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo, che ha introdotto la nuova disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato e manipolazione di informazioni privilegiate.

Informativa price sensitive Comunicazione, appena possibile, di informazioni privilegiate, quali: acquisizione e vendita di asset, operazioni straordinarie, variazioni dei risultati di periodo attesi, mutamenti nel management. Se si tratta di operazioni con impatto molto rilevante sull'emittente, è necessario un documento informativo

Informativa tecnica Per una corretta e ordinata gestione del mercato, l'emittente comunica ulteriori informazioni, quali: il calendario degli eventi societari, la variazione del capitale sociale, il cambio di denominazione sociale

1.3 ATTORI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Affinché la quotazione su AIM Italia abbia successo, è importante che ci sia un team di professionisti attorno alla società nelle fasi pre e post-quotazione.

Nomad

La figura del Nomad riveste un ruolo centrale per il funzionamento di AIM Italia, e ha la funzione di assistere e supportare la società, sia in fase di ammissione che successivamente durante la permanenza sul mercato, nell'assolvimento dei propri compiti e delle proprie responsabilità così come esplicitate dal Regolamento Emittenti.

Borsa Italiana attribuisce la qualifica di Nominated Adviser e iscrive lo stesso nel registro da essa tenuto⁶. Nello specifico, il Nomad:

- sovrintende al processo di due diligence dell'emittente, al fine di rilasciare l'apposita dichiarazione di appropriatezza funzionale all'ammissione sull'AIM;
- affianca l'emittente nella gestione del processo di quotazione, valutando i rapporti e le risultanze dei team di consulenti coinvolti e verificando che la società emittente operi in conformità al Regolamento Emittenti, con particolare attenzione alla predisposizione del documento di ammissione;
- una volta ammessa la società, la assiste e la supporta per tutta la sua permanenza sul mercato nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dai regolamenti AIM Italia;
- stimola continuamente l'attenzione da parte della società emittente al rispetto di quanto previsto nei Regolamenti AIM Italia.

Il soggetto che richiede la qualifica di Nominated Adviser deve però rispettare diversi criteri di ammissione, esplicitamente indicati nel Regolamento Nomad di Borsa Italiana, e in particolare:

- essere una banca o impresa di investimento comunitaria o una impresa appartenente a una rete di società di revisione legale, con alta professionalità;
- sottoporre il proprio bilancio al giudizio di revisore legale o società di revisione;

⁶ Regolamento Nomad, p.1.

- aver esercitato attività di corporate finance per un periodo di tempo adeguato (almeno due anni) e avere un'esperienza significativa in tale materia;
- avere dirigenti chiave dotati di professionalità, comprovata esperienza, competenza in materia di corporate finance e pratiche di mercato e solida comprensione del quadro legale e regolamentare;
- avere un numero di dipendenti sufficiente per svolgere le attività richieste;
- avere in essere adeguati controlli e procedure per rispettare il Regolamento di Borsa Italiana.

Un richiedente che soddisfi tutti i suddetti criteri di ammissione non ottiene automaticamente la qualifica di Nominated Advisor. Nell'attribuire tale qualifica, Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento alla necessità di preservare la reputazione e l'integrità dell'AIM Italia. Conseguentemente, Borsa Italiana si riserva di respingere una domanda o di imporre ai fini dell'attribuzione della qualifica ulteriori condizioni ritenute appropriate, anche laddove un richiedente soddisfi i suddetti criteri⁷.

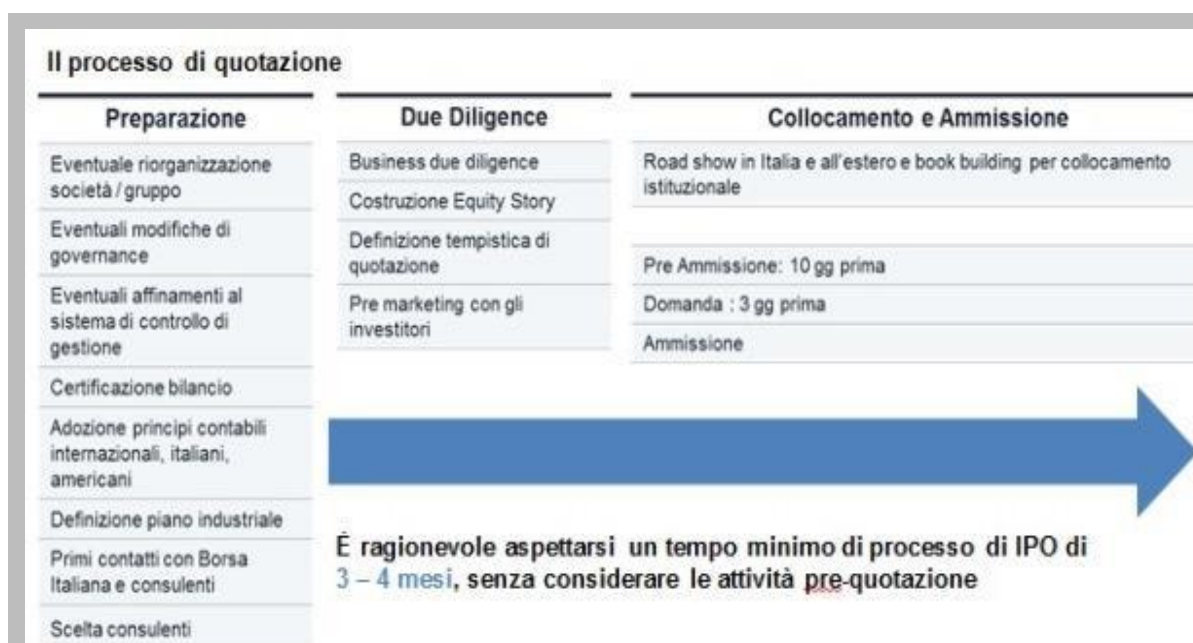
Altri Consulenti

1. Società di revisione, che: a) certifica il bilancio; b) rilascia comfort letter sui documenti pro-forma, garantendo sulla solidità finanziaria e veridicità dei dati contabili dell'emittente; c) assiste il Nomad nella due diligence, rilasciando report ad hoc.
2. Legali, i quali: a) effettuano due diligence legale, elaborando e valutando le principali informazioni relative a diritti, obblighi ed oneri di cui sia titolare l'emittente, rilevando

⁷ Regolamento Nomad, p.4.

eventuali criticità; b) supportano la realizzazione del documento di ammissione; c) informano gli amministratori delle loro responsabilità; d) assistono il Nomad nella valutazione delle criticità emerse nella due diligence.

3. Advisor Finanziario, che: a) affianca la società nel processo di quotazione, supportando l'imprenditore nelle relazioni con tutti gli advisor collegati; b) assiste la società nella definizione della struttura dell'offerta, sulla base del fabbisogno finanziario specifico; c) valuta la fattibilità dell'IPO fornendo un giudizio sulla società.



Il Book Building è il processo di redazione in un book istituzionale, gestito da parte del global coordinator, della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine di acquisto o sottoscrizione relativamente ad un'operazione di offerta di titoli, ordinati in funzione del prezzo, della priorità temporale oppure della dimensione. Ogni ordine può essere espresso in numero di azioni oppure in controvalore; per ognuno viene indicato il limite di prezzo segnalato dall'ordinante, in

modo tale da costruire la curva di domanda che lega ai singoli livelli di prezzo i diversi volumi richiesti e collocabili.

1.4 - IL MERCATO AIM ITALIA IN PILLOLE

IR Top Consulting ha presentato le principali conclusioni dell'**Osservatorio AIM® 2019**. La crescita delle società quotate prosegue, registrando per il 2018 incoraggianti dati economico-finanziari. "AIM Italia rappresenta un acceleratore della crescita delle PMI, come emerge dalle analisi svolte dal nostro Osservatorio, con un incremento del +30% dei ricavi e +54% in termini di risorse impiegate dalla data di quotazione, grazie ad una raccolta complessiva di 3,7 miliardi di Euro in Equity in dieci anni. Il 17% delle AIM segna nel 2018 una crescita superiore al +50% in termini di ricavi, il 74% delle società ha riportato un risultato netto positivo nel 2018. AIM Italia si conferma un valido strumento a supporto dell'accelerazione della crescita e dell'internazionalizzazione: 151 operazioni di finanza straordinaria nell'ultimo biennio, con una quota del 20% di target estere. Gli incentivi fiscali sotto forma di credito d'imposta sul 50% dei costi di quotazione per le PMI, costituiscono elemento di traino alla crescita delle IPO sul mercato AIM con 14 nuove quotazioni nel 2019 e 26 nel 2018, con una stima di ulteriori 15 IPO entro fine anno. L'incremento degli Investitori rappresenta un segnale di fiducia verso il mondo delle PMI nazionali, anche per effetto delle nuove normative incentivanti su PMI innovative e ELTIF; è auspicabile che questo nuovo strumento possa indirizzare anche gli investitori retail verso una asset class trattata

principalmente dagli istituzionali, canalizzando risorse finanziarie sull'economia reale ben rappresentata dal mercato AIM⁸.

Risultati economico-finanziari al 31 dicembre 2018: il giro d'affari complessivo del mercato AIM Italia nel 2018 è pari a 5,6 miliardi di euro (5,0 nel 2017), segnando una crescita del 13%. Dall'analisi emerge un significativo trend di crescita: i ricavi 2018 registrano un incremento medio del 30% rispetto al 2017, con una quota estero del 37%, mentre l'EBITDA registra una crescita media del 35%. La crescita dei ricavi ha interessato l'84% delle società, con tassi di crescita superiori al 50% nel 17% dei casi. Il 72% delle società presenta ricavi inferiori a 50 milioni di euro, mentre il 13% superiori a 100 milioni di euro. Sono 36 le società che distribuiscono dividendi nel 2019, per un ammontare complessivo di 69,6 milioni di euro (60,6 nel 2018) e un dividend yield medio pari al 2,7%, in linea con il 2018. Le società AIM impiegano circa 18.000 dipendenti (192 il dato medio), con una crescita in media pari al 22% rispetto al 2017. Lo status di società quotata attrae talenti a tutti i livelli, che possono maturare un percorso professionale riconosciuto anche dal mercato: +54% è la crescita del numero delle risorse impiegate dalla data di IPO ad oggi. I settori che occupano, in media, il maggior numero di risorse sono Industria (38%), Tecnologia (13%) e Alimentare e Moda e Lusso (10%).

Highlights IPO 2019: nel 2019 le nuove società su AIM Italia sono state 17: in particolare, le IPO sono state 14 per una raccolta complessiva pari a 102 milioni di euro

⁸ Presentazione di Anna Lambiase, fondatore e CEO di IR Top Consulting, post primo trimestre 2019.

e le ammissioni a seguito di Business Combination con SPAC⁹ già quotate sono state 3. Le 14 nuove IPO 2019 appartengono ai settori Tecnologia (5 società), Industria (4 società), Finanza (2 società), Servizi (1 società), Media (1 società), Moda e Lusso (1). 12 società sono PMI con fatturato inferiore a 50 milioni di euro.

Identikit del Mercato e della società AIM Italia: le società quotate sono 121, il giro d'affari 2018 è stato pari a 5,6 miliardi di euro, la capitalizzazione è pari a 7,6 miliardi di euro e la raccolta da IPO è pari a 3,7 miliardi di euro, cui si aggiunge una raccolta da mercato secondario di 781 milioni di euro. **L'identikit della società quotata** presenta i seguenti dati medi: Ricavi 2018: 47 milioni di euro; EBITDA margin 2018: 13,2%; Capitalizzazione: 38 milioni di euro; Flottante IPO: 22%; Raccolta media in IPO: 7,9 milioni di euro. Le operazioni di IPO delle 121 società sono state caratterizzate per il 93% da aumento di capitale e per il 7% da OPV.

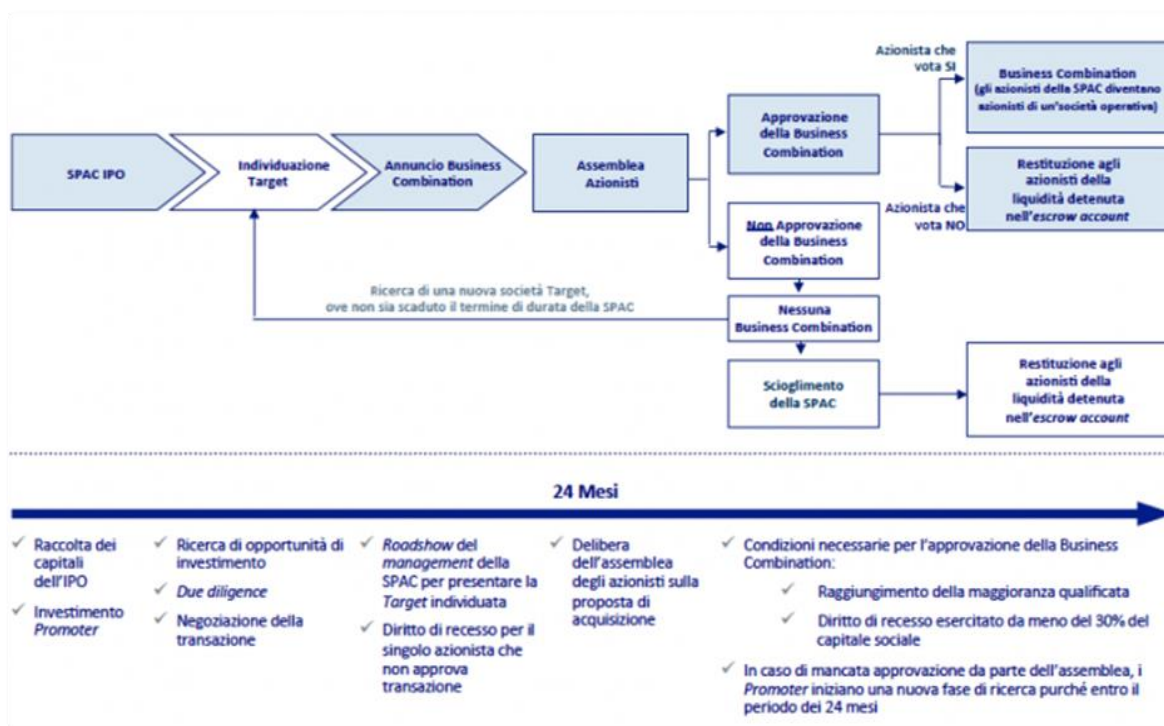
Rappresentatività settoriale e regionale: le società industriali rappresentano il 18% del mercato AIM Italia, il settore Finanza (che include le SPAC) il 17%, le società tecnologiche il 16%, le società media il 14%; energia e rinnovabili il 9%. Le regioni maggiormente presenti su AIM sono: Lombardia (45% delle società), Emilia Romagna (14%), Lazio (10%) e Veneto (9%). Le altre regioni sono Toscana, Piemonte, Umbria, Marche. Il mercato presenta anche 3 società estere.

⁹ *Special Purpose Acquisition Company*, veicolo di investimento costituito ad hoc al fine di reperire, attraverso il collocamento dei propri strumenti finanziari sul mercato (IPO), le risorse finanziarie necessarie al fine di acquisire e/o fondersi ("*Business Combination*") con una società operativa non quotata ("*Target*").

Investitori Istituzionali nel Capitale: nell'azionariato delle società AIM Italia sono

presenti 132 Investitori Istituzionali, di cui 31 italiani (23%) e 101 esteri (77%).

L'investimento complessivo è di circa 814 milioni di euro, che corrisponde al 12% della capitalizzazione del mercato. Gli investitori italiani detengono un investimento pari al 48% del totale, gli esteri del 52%.



1.5 - STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA

1.5.1 Riforma Basilea IV e riflessioni sulla struttura finanziaria delle PMI

Nell'ottica di ridimensionamento del sistema creditizio, la riforma Basilea IV renderà ancor più stringenti i requisiti patrimoniali definiti dai precedenti accordi, aggiungendo ulteriori prescrizioni sugli accantonamenti di capitale (CET1). Fermi restando i limiti

minimi di capitale già definiti con i precedenti accordi, Basilea IV interverrà invece per limitare il beneficio dei Modelli Interni, con cui i più grossi istituti bancari mondiali valutano i loro rischi, introducendo un *Output Floor*, ovvero un livello minimo di accantonamenti, calcolato in percentuale rispetto a quelli previsti dall'Approccio Standard, più stringente. Il livello a cui si è pervenuti dopo mesi di trattative piuttosto serrate, è del 72,50%, che equivale alla possibilità di applicare uno "sconto" non superiore al 27,50% rispetto al livello di accantonamenti previsto dal Modello Standard. Tale sconto, se confrontato con quelli attualmente applicati, mediamente più alti, si sostanzia in una richiesta di maggiori accantonamenti a copertura degli affidamenti concessi. Per gli intermediari coinvolti ciò si sostanzia in un *trade off* tra la decisione di incrementare ulteriormente il proprio requisito di capitale e quella di limitare l'erogazione del credito per ridurre gli attivi in bilancio. Secondo un recente report di McKinsey sull'impatto di Basilea IV, il CET1¹⁰ medio, termometro della stabilità degli istituti, potrebbe scendere, a parità di altri fattori, dal 13,4% al 9,5%. Il capitale aggiuntivo necessario si aggira invece intorno ai 120 miliardi su un totale di 130 banche coinvolte, con una contrazione calcolata del ROE dello 0,6%, dall'8% al 7,4%. L'implementazione della normativa avverrà tuttavia in maniera graduale, con avvio previsto per l'inizio del 2021 per proseguire a tappe graduali fino al 2027. In tale scenario gli istituti italiani risultano invece tra i più virtuosi e la previsione di un *output floor* avrà sulle banche nostrane un impatto limitato. I modelli interni utilizzati in Italia comportano infatti già oggi accantonamenti superiori rispetto a quelli previsti dai

¹⁰ Common Equity Tier 1, dato dal rapporto tra il capitale Tier 1, patrimonio di base di un istituto (capitale versato, riserve e utili accantonati) e gli impieghi totali, ponderati per il loro rischio.

modelli di altri Paesi, circostanza che ha peraltro determinato uno svantaggio competitivo rispetto agli altri intermediari. L'allineamento alla riforma, pertanto, seppur gravoso, lo sarà meno che altrove, permettendo così alle banche italiane di recuperare il gap di competitività dovuto alle diverse regole d'ingaggio. Con l'accordo di Basilea III, attualmente vigente, sono stati fissati i requisiti di capitale minimi per ogni istituto, all'8% sulle attività ponderate per il rischio, più un ulteriore cuscinetto di sicurezza pari al 2,5%, con requisiti più stringenti previsti per le banche sistemiche. Basilea IV è un'occasione per rivedere il tema del credito in termini più ampi, slegandolo almeno in parte dalla dipendenza dal sistema bancario. Se è infatti ovvio che l'intermediazione bancaria continuerà ad avere un ruolo fondamentale, è altrettanto chiaro che la minor elasticità delle banche dovrà trovare un contrappeso nella disponibilità di altri strumenti di accesso al credito. In un Paese in cui il credito è ancora in larga parte intermediato dagli istituti finanziari classici, le riforme vanno nella giusta direzione di incentivare l'utilizzo di mezzi propri, anche attraverso l'accesso ai mercati, e al contempo di affiancarvi nuove forme di credito diretto.

In tema di politica di finanziamento delle PMI, "occorre considerare la problematica del *finance gap*: si tratta della limitazione all'accesso alle fonti di finanziamento esterne, sofferta dalle piccole e medie imprese. Il *finance gap* è a sua volta costituito da due componenti: il *supply gap*, riguardante la mancanza di fondi o un più elevato costo di acquisizione dei finanziamenti per le PMI, che sono percepite come relativamente rischiose; e il *knowledge gap*, concernente la limitata consapevolezza di tutte le opportunità e caratteristiche delle fonti esterne di finanziamento da parte

delle medesime imprese. Quindi, il *finance gap* finisce per far sì che la principale fonte di finanziamento a lungo termine sia la fonte interna e, se necessario, il prestito bancario (Sanchez-Vidal e Martìn-Ugedo, 2005, pp. 343-344). In secondo luogo, l'utilizzo nelle piccole e medie imprese di un ordine di scelta che massimizzi il valore per i proprietari è dovuto, per un verso, all'armonia di interessi tra gli attuali azionisti ed i *managers (insiders)*, visto che spesso si tratta delle stesse persone, soprattutto nelle aziende di più ridotte dimensioni, o comunque è limitata la problematica della separazione funzionale, che genera costi di agenzia dell'equity; per l'altro verso, esiste un'alta asimmetria informativa tra gli *insiders* e i potenziali investitori esterni (*outsiders*), anche tenuto conto del fatto che spesso si tratta di imprese non quotate: in effetti, queste imprese non sono soggette agli obblighi di informativa nei confronti del mercato finanziario e perciò esse possono diffondere minori informazioni, talvolta anche di dubbia qualità perché non facilmente verificabili¹¹. Inoltre, è ormai risaputa l'avversità all'abbandono del controllo da parte dei proprietari, cosa che si realizza con l'entrata di nuovi soci e l'incremento di equity. In conclusione, tradizionalmente le PMI tendono a considerare come ultima ipotesi l'utilizzo di Equity, tranne che nelle prime fasi di sviluppo di nuove tecnologie in cui ci si affida spesso alle Venture Capitalist. Preferiscono l'autofinanziamento e, in caso di bisogno, preferiscono la soluzione del debito, di cui molte di esse non riescono a fare a meno anche per la raccolta di capitale incrementale. Esso garantisce una maggior concentrazione di potere e controllo in capo ai proprietari, ma le rende meno solide agli occhi di potenziali investitori, avendo

¹¹ DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013, p. 96.

rapporti debito/equity maggiori e più alti tassi di fallimento. Alla luce di tutto questo, il legislatore ha riconosciuto che il processo di crescita, sviluppo e internazionalizzazione delle imprese, siano esse di grandi dimensioni o PMI, passa anche per la capacità e possibilità di reperire risorse finanziarie attraverso canali alternativi al credito bancario quali, appunto, il mercato dei capitali; tuttavia solo le grandi imprese riuscivano a reperire risorse sui mercati finanziari. Al fine di appianare questa disparità, il legislatore ha eliminato quelle differenze di carattere civilistico e fiscale tra le imprese quotate e non quotate e ampliato, quindi, la platea delle imprese che possono finanziare la propria crescita mediante l'accesso al mercato dei capitali.

Di seguito si introducono ed illustrano le caratteristiche delle principali soluzioni di finanziamento ed investimento consigliabili per le PMI, alternative al credito bancario.

1.5.2 Private Equity

Si riferisce a qualsiasi tipo di investimento azionario in titoli che non sono liberamente scambiati in un mercato regolamentato. Questi investimenti sono comunque riservati a chi dispone di capitali ingenti e sono accessibili solo attraverso la sottoscrizione di fondi di private equity. Questi ultimi, generalmente organizzati come general partner, raccolgono gli impegni di investitori istituzionali qualificati a conferire un determinato ammontare. Si tratta di una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita effettuata con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. Quando l'investitore istituzionale entra in una società high-growth durante la fase di start up si parla di "venture capital". L'attività di

private equity non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale; fondamentale è l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società, partecipando di fatto alle decisioni strategiche dell'impresa ed apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali, lasciando invece all'imprenditore e al management la gestione operativa. Lo stesso investitore istituzionale può essere una figura di prestigio dell'ambiente finanziario, comportando notorietà per l'azienda stessa e facendo sì che il mercato stesso manifesti fiducia nella società al momento della sua quotazione. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi. Il disinvestimento può avvenire:

- con la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata, normalmente non quotate in quanto questo è spesso uno dei principali obiettivi delle operazioni di private equity;
- con la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale;
- con il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario;
- con la vendita a nuovi e vecchi soci.

Le quote acquistate possono costituire la maggioranza societaria oppure, più spesso, rappresentare una minoranza di controllo; questi ultimi casi sono frequenti quando la società è interessata da un passaggio generazionale nei posti di controllo e necessita di una maggiore esperienza manageriale per superare la difficoltà momentanea.

Le principali modalità operative sono le seguenti:

- La tecnica di Leveraged Buyout (LBO) prevede l'acquisto delle quote societarie tramite il ricorso a nuovi debiti finanziari di importo elevato, successivamente ripagati tramite il cash flow generato dall'azienda grazie all'intervento migliorativo del private equity. L'intera operazione ha successo se l'azienda target ha pochi debiti ed una buona redditività: il ricorso al debito infatti consente un piccolo investimento di private equity, che risulta redditizio rispetto al valore dell'intera azienda rilevata.
- Nel caso del Going Private l'obiettivo è di acquisire un'azienda quotata in Borsa per poi ritirarla dal mercato e, una volta ristrutturata e migliorata, venderla.
- La terza modalità è costituita da un investimento in forma di debito mezzanino, ovvero subordinato rispetto al normale debito verso le banche. Si tratta di un tipo di debito molto simile ad un finanziamento soci: il rendimento è garantito da una parte con alti tassi di interesse, similmente ad un normale debito bancario, e dall'altra con una remunerazione legata alla redditività aziendale, che rimanda all'apporto soci.

Fondi di Private Equity

Per trovare sul mercato opportunità di investimento profittevoli e gestirne successivamente le operazioni di disinvestimento, vengono creati degli appositi fondi di private equity, dove i singoli soggetti canalizzano le somme di denaro che serviranno per gli acquisti delle quote societarie.

In Italia, la **gestione** di un fondo di private equity può essere fatta da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) oppure tramite fondi di gestione esteri, con sede spesso in paesi fiscalmente vantaggiosi quali Lussemburgo, Cipro, Malta. La remunerazione del servizio avviene in parte con fee annuali, in parte con commissioni di performance. Il portafoglio è costituito sempre da molte aziende, spesso più di dieci, e la durata del fondo si divide sempre in due periodi:

- **Investimento:** si sviluppa per massimo 5 anni ed è la fase in cui il fondo studia le varie opportunità di investimento ed effettua gli acquisti delle quote;
- **Disinvestimento:** ha una durata massima di altri 5 anni, durante i quali non possono essere fatti altri investimenti e l'attenzione è rivolta alla valorizzazione delle aziende in portafoglio, nonché alla loro successiva liquidazione.

Il fondo ha generalmente durata limitata ed esegue un numero limitato di investimenti in società non quotate, evitando che ciascuno di questi superi il 10% del totale delle risorse del fondo. I fondi di private equity sono fondi chiusi, dove il sottoscrittore ha diritto di liquidare, parzialmente o totalmente, le proprie quote solo a scadenze predeterminate. Questo espone tale investimento a un elevato rischio di liquidità.

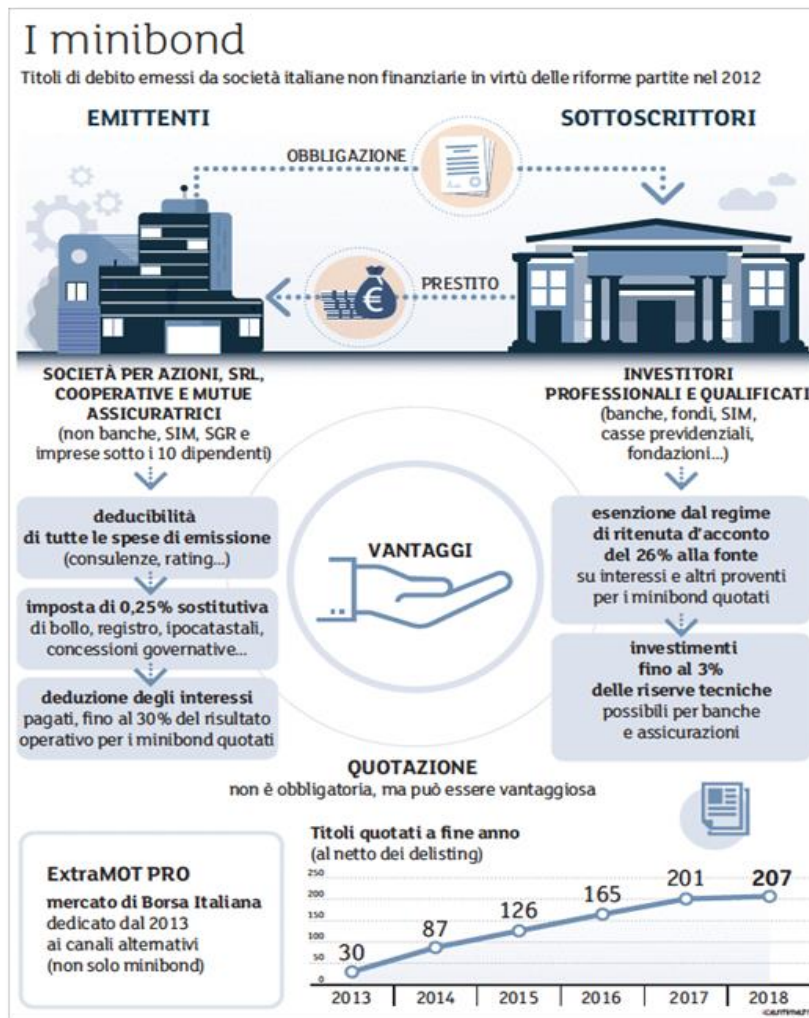
Oltre al rischio di liquidità, i fondi di private equity espongono l'investitore a una forte aleatorietà del rendimento, che dipende in larga misura dalla bontà delle scelte di investimento effettuate dal general partner e dalla sua capacità di influenzare correttamente la gestione delle società oggetto di investimento.

1.5.3 Mini-bond

Cosa sono

Sono dei titoli di debito emessi da PMI e sottoscritti da investitori professionali e qualificati. L'emissione di obbligazioni è storicamente nota alle imprese quotate a Piazza Affari, ma la crisi del 2008, la restrizione del credito bancario e l'opportunità di fornire alle PMI italiane canali alternativi di finanziamento hanno spinto il legislatore italiano ad allargare la platea dei possibili emittenti di titoli di debito alle società minori, con un'accessibilità più equilibrata al credito, che comunque mantiene il vantaggio di non condividere la proprietà con i finanziatori.

L'anno di svolta è stato il 2012 e il **Decreto Sviluppo** che ha tolto alle società non quotate il vincolo di emissioni obbligazionarie non eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale vincolo, già non esistente per le società quotate, in pratica non consentiva alle PMI di far leva sul collocamento di obbligazioni per i propri piani di sviluppo e di investimento. Successivamente il legislatore è tornato sull'argomento, incentivando ulteriormente l'utilizzo di questo strumento di credito.



Norme di riferimento

Essenziale l'**art. 2412** del Codice Civile che disciplina i limiti all'emissione di obbligazioni. Le normative di riferimento per i mini-bond sono contenute nel citato D.L. 83/2012 ("**Decreto Sviluppo**") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 179/2012 ("**Decreto Sviluppo Bis**"). A queste vanno aggiunte le modifiche della **Legge di Bilancio 2019** (Legge 145/2018), intervenute sui PIR e sulle cartolarizzazioni e che danno la possibilità alle piattaforme di equity crowdfunding autorizzate dalla Consob di collocare mini-bond a investitori professionali.

Quali società possono emetterli e cosa devono fare

Questi strumenti possono essere emessi da Società per azioni, Società a responsabilità limitata e da Società Cooperative e mutue assicuratrici. In termini dimensionali possono emettere mini-bond sia le piccole imprese che le medie imprese.

Non possono emettere invece mini-bond le società bancarie, le SIM o le SGR e comunque le società che fanno parte di un gruppo bancario soggetto alla vigilanza di Banca d'Italia o le microimprese. Su tale articolo l'emittente di mini-bond deve anche redigere il "Regolamento del Prestito", esplicitamente richiesto dal mercato principale di riferimento ExtraMOT di Borsa Italiana, che include i termini e le condizioni dello stesso, quindi informazioni come la natura, la forma, l'importo, il valore nominale dei titoli di debito emessi e le modalità e caratteristiche del pagamento degli interessi e del rimborso del capitale, diritti dei portatori e doveri dell'emittente.

Inoltre gli ultimi due bilanci devono essere stati pubblicati e l'ultimo deve essere stato certificato da una società di revisione per l'ammissione all'ExtraMOT. Il Decreto Sviluppo prevede invece per gli emittenti dei mini-bond solo che "l'ultimo suo bilancio sia assoggettato a revisione contabile da parte di revisore legale o società di revisione".

Le società che vogliono emettere e quotare un mini-bond su ExtraMOT devono istituire un "Libro delle Obbligazioni" (per le S.p.A.) ovvero un "Registro dell'Emittente" (per le S.r.l.) che deve comprendere:

- l'ammontare dei mini-bond emessi;
- il nominativo dei portatori dei mini-bond (per i titoli nominativi);
- trasferimenti e vincoli.

Tassazione PMI: i vantaggi fiscali

Gli **emittenti** possono dedurre gli interessi passivi pagati ai sottoscrittori del mini-bond nel limite del 30% del proprio risultato operativo lordo (Art. 96 TUIR) nel caso in cui i mini-bond siano quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione europei o in “white list” (che scambiano informazioni fiscali con l’Italia), oppure nel caso in cui siano detenuti da investitori professionali che non controllino direttamente o indirettamente più del 2% del capitale o patrimonio dell’emittente. Il Decreto Sviluppo ha inoltre previsto che tutte le spese di emissione, legate alle varie consulenze, società di rating, listing fee, siano deducibili.

Altra importante novità è giunta invece con il Decreto Destinazione Italia, che ha previsto l’applicabilità anche a questi tipi di finanziamenti mediante emissione di bond dell’imposta sostitutiva dello 0,25%, prima riservata alle banche. Imposta che appunto sostituisce quelle di bollo, di registro e la tassa sulle concessioni governative. L’imposta è prevista per i finanziamenti garantiti da terzi o da ipoteche e, nel caso dei bond, può trovare applicazione quando sia presente una qualunque garanzia collegata all’emissione e prevista nella delibera.

Sempre nell’intento di un incentivo all’impiego di queste forme alternative di finanziamento delle imprese, sono previsti vantaggi anche per i **sottoscrittori**.

Con il Decreto Crescita e il Decreto Competitività, per i mini-bond quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o in “white list” e per quelli non quotati ma detenuti da investitori qualificati, è prevista l’esenzione del regime di ritenuta d’acconto del 26% alla fonte su interessi e altri proventi. Vantaggio non da poco per fondi pensione, banche e compagnie assicurative, che possono investire fino al 3% delle riserve tecniche in mini-bond o in quote di fondi specializzati.

La quotazione

Il citato art. 2412 del Codice civile, che stabilisce i limiti alle emissioni di obbligazioni da parte della società, mantiene sì il citato limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e, per contrasto, evidenzia i casi in cui questo può essere superato. In particolare, ciò accade per le obbligazioni destinate alla sottoscrizione di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. Va notato che l'articolo specifica che "In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti di acquirenti non investitori professionali".

Un'altra previsione fondamentale dello stesso articolo indica che i citati limiti non si applicano all'emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni (bond convertibili).

In pratica le due caratteristiche che rendono appetibili i mini-bond alle PMI sono tipiche del segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, rivolto appunto agli istituzionali e definito come un sistema multilaterale di negoziazione.

Quel che chiede il mercato: alcuni parametri di riferimento

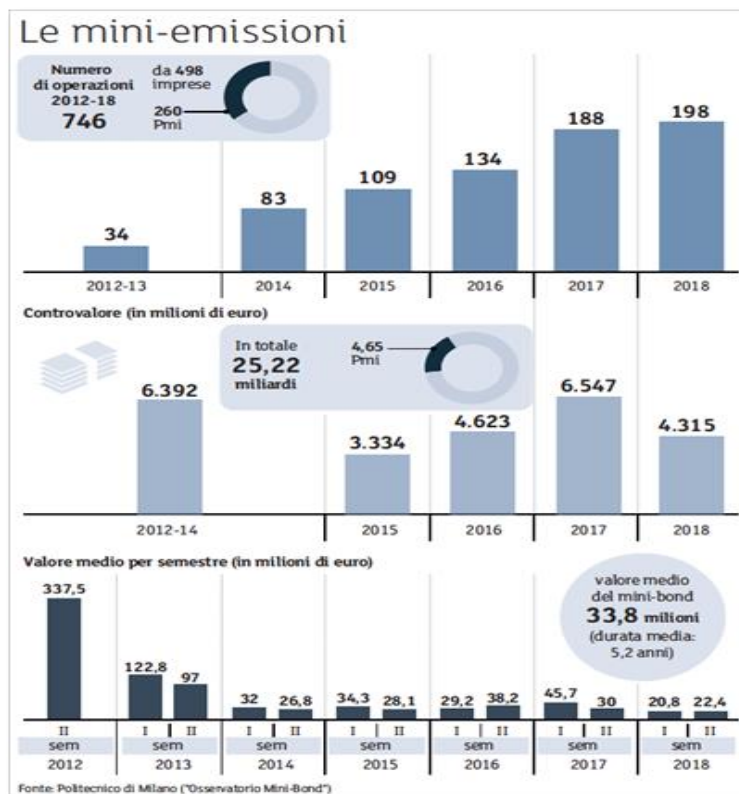
Chiaramente per attrarre gli investitori professionali e convincerli a investire nel debito di una PMI non quotata servono diversi requisiti non strettamente regolamentari, fra i quali si annoverano: fatturato di almeno 5 milioni di euro, in crescita negli ultimi 3 anni almeno; un management competente e affidabile; un Ebitda che raggiunga almeno il 10% del fatturato; un rapporto PFN/Ebitda sotto 4x e possibilmente un rating pubblico (con merito di credito di livello *investment grade*) emesso da un'agenzia.

La nascita di ExtraMOT PRO e mercato di riferimento

La quotazione dei mini-bond non è strettamente obbligatoria, ma diversi fattori la rendono in molti casi consigliabile. Nel febbraio 2013 è nato il mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, finalizzato proprio a canali alternativi ai prestiti bancari come i project bond, le cambiali finanziarie, le ABS (asset-backed securities) e le obbligazioni: si tratta del listino al quale sono idealmente rivolti i mini-bond. Non è un mercato regolamentato ma un sistema multilaterale di negoziazione dedicato agli investitori professionali, i soli che possono investire in mini-bond.

Una panoramica affidabile, anche se necessariamente non del tutto esaustiva, del mercato dei mini-bond viene offerta dal Politecnico di Milano nel suo “Osservatorio Mini-Bond”. Il report annuale si focalizza sulle emissioni inferiori a 500 milioni di euro e specialmente su quelle inferiori ai 50. L’ultimo censimento pubblicato nel 2019 evidenzia che anche nel 2018 l’industria dei mini-bond ha confermato il proprio sviluppo. In particolare è cresciuto il numero delle emissioni e diminuito il valore medio dei collocamenti: è chiaro quindi che questi strumenti sono in fase di diffusione. In pratica il mini-bond si conferma uno strumento di finanziamento alternativo al canale bancario, ma più semplice rispetto a operazioni come la quotazione in Borsa o l’apertura del capitale a un private equity. A fine 2018 sull’ExtraMOT Pro si tocca il record di 207 titoli quotati, con ben 498 imprese italiane che avevano collocato mini-bond, di cui 260 erano PMI e con un raddoppiamento delle forme Srl sul dato del 2017. Il segmento di imprese più rappresentato resta quello delle società con ricavi tra i 100 e i 500 milioni di euro. Il settore manifatturiero copre il 41% del campione totale. In netta prevalenza le regioni del Nord Italia, con 50 emittenti in Lombardia. L’analisi

evidenza tra i **motivi** del collocamento di strumenti (i) la volontà delle imprese di promuovere la crescita interna, seguita da (ii) quella di ristrutturare passività finanziarie, (iii) di crescere per linee esterne e (iv) di alimentare il capitale circolante.



1.5.4 Finanza Agevolata

Importante opportunità, per imprese poco strutturate e patrimonializzate, quella di usufruire di contributi e agevolazioni, spesso a fondo perduto, su parte delle spese ed investimenti collegati al loro business. Il problema è la mancanza di informazioni chiare ed omogenee, essendo spesso fornite con linguaggio tecnico e con frequenti rinvii delle normative collegate ai vari piani di intervento e bandi sia a livello europeo che nazionale e regionale. Ecco quindi che, accanto al sicuro vantaggio di ottenere aiuti finanziari con buone probabilità e a fronte di spese comunque previste e necessarie

per il proprio business, emerge un lato negativo legato al costo, seppur modesto, di coordinamento e consulenza da sostenere verso società specializzate in tale tipologia di assistenza, oltre che ai tempi spesso incerti dovuti alle procedure burocratiche. Al di là della ricerca e studio di bandi e incentivi più consoni alle esigenze di tali PMI, questi centri di assistenza tecnica si occupano anche di: redazione di business plan, consulenza normativa e fiscale, rilascio di garanzie su affidamenti a breve e medio termine, supporto nella redazione delle domande di contributo e procedure di rendicontazione spese. Si tratta però spesso di una spinta utile ma non abbastanza corposa da lanciare un'impresa, considerato che l'aver percepito degli aiuti pubblici penalizza in futuro, in termini di punteggio per ammissione al finanziamento, il soggetto richiedente rispetto a chi non ne ha mai usufruito. Sono necessarie alternative di più ampia portata ed impatto, mentre nelle prime fasi di sostegno alla creazione di impresa magari cogliere eventuali aiuti di finanza agevolata pubblica.

1.5.5 Cambiali Finanziarie

Sono titoli di credito introdotti nella normativa italiana nel 1994 e funzionano come raccolta di risparmio tra il pubblico, attraverso lo strumento dei mutui collettivi. Le imprese che hanno bisogno di un finanziamento a breve termine possono reperire i fondi senza ricorrere all'indebitamento bancario, tramite la sottoscrizione di una serie di cambiali finanziarie, con le quali si impegnano incondizionatamente a pagare, alla scadenza stabilita, la somma indicata nel titolo. Sono equiparate a tutti gli effetti alle cambiali ordinarie, devono però contenere la denominazione di cambiali finanziarie e possono essere girate esclusivamente con la clausola senza garanzia, necessaria

quest'ultima per tutelare il girante da un'eventuale inadempienza dell'emittente.

Importanti cambiamenti sono stati apportati dal decreto legge 83 del 2012. Tra tutti, l'allargamento della platea titolata all'emissione di questi titoli e la loro scadenza. Per quanto concerne quest'ultimo aspetto, si è passati da una durata compresa tra un minimo di 3 mesi e un massimo di 18 mesi a una durata compresa tra un minimo di un mese e un massimo di 36 mesi. I soggetti che possono emettere tali strumenti finanziari sono le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle microimprese, oltre che società ed enti non aventi titoli negoziati sui mercati regolamentati o non regolamentati. Nell'ultimo caso, le società possono emettere le cambiali finanziarie solo a particolari condizioni, ovvero se assistiti da una banca o un'impresa di investimento, una società di gestione del risparmio, una società di gestione armonizzata o una SICAV. Queste società o banche hanno il compito di assistere la società emittente durante tutta la fase di emissione dei titoli e del loro collocamento, segnalando se le cambiali finanziarie in circolazione sono complessivamente di importo superiore all'attivo circolante dell'emittente, stando all'ultimo bilancio approvato e certificato. Inoltre devono assegnare all'emittente un rating, che funzionerà da segnalazione al mercato sul grado di affidabilità e di solidità creditizia della società che emette le cambiali finanziarie. Lo sponsor ha anche il dovere di mantenere in portafoglio una quota minima, per legge, di titoli emessi dalla società non quotata assistita. La società emittente può fare a meno dello sponsor, ma a patto che non si tratti di una PMI e sempre che i titoli emessi siano assistiti per almeno il 25% da garanzia bancaria o prestata da un'impresa di investimento.

La legge del '94 ha anche fissato le caratteristiche che la cambiale finanziaria deve possedere in modo da standardizzare la procedura di emissione e creare un mercato diffuso di questi titoli, assimilabili alle *commercial paper*¹² negoziate sui mercati finanziari internazionali e di derivazione americana. A differenza delle *commercial paper*, però, le cambiali finanziarie hanno avuto meno fortuna nel nostro Paese, dove spesso le PMI preferiscono ricorrere al prestito bancario, essendo poco capitalizzate e con un merito creditizio basso, per cui rischierebbero di pagare interessi più salati. Ogni titolo deve avere un taglio minimo di oltre 50.000 euro, caratteristica che li rende appetibili per un nucleo ristretto di risparmiatori. Se l'emissione supera l'importo di 50 milioni di euro, essa deve essere comunicata preventivamente alla Banca d'Italia. Inoltre, la legge limita l'ammontare complessivo di tali cambiali, dei certificati di investimento e delle obbligazioni emesse da ciascun soggetto alla somma tra capitale versato e riserve. Ovviamente, questi titoli possono essere venduti o girati ad altri risparmiatori, come per qualsiasi altro titolo negoziabile. Tuttavia, in Italia non si è sviluppato un mercato secondario liquido, perché generalmente chi acquista una cambiale finanziaria tende a conservarla fino alla scadenza, anche considerata la breve durata massima ammessa dalla legge. Le cambiali finanziarie sono in genere collocate a sconto ed il loro rendimento dipende dalla differenza tra il valore di rimborso e quello di emissione e dalla durata, anche se talvolta è prevista una cedola a tasso fisso.

¹²Strumento di finanziamento a breve (< 9 mesi) negoziato sui mercati internazionali, sfruttati da società ad alto standing per finanziare il fabbisogno di circolante ad un tasso inferiore a quello bancario.

1.5.6 Confronto tra PIR e ELTIF

Sono le due vie trovate dal legislatore europeo e italiano per veicolare il risparmio, privato e istituzionale, verso le PMI. Il Centro Studi October, piattaforma di P2P lending per il finanziamento online alle imprese, ne illustra le differenze e le analogie. Tra i diversi strumenti finanziari che negli ultimi anni sono nati per supportare le PMI, i più importanti sono i **Piani Individuali di Risparmio (PIR)** e gli **European Long Term Investments Funds (ELTIF)**. I due strumenti, nonostante la finalità comune, presentano caratteristiche diverse. "PIR ed ELTIF sono due strumenti che rappresentano un grande passo in avanti nel veicolare il risparmio, privato e istituzionale, verso le piccole e medie imprese. La possibilità di impiegare risorse in una gamma molto ampia di strumenti finanziari, oltre i titoli di equity e debito, insieme alla struttura chiusa del fondo, rendono gli ELTIF un modo efficace di veicolare mezzi finanziari verso le PMI"¹³. Una prima differenza fondamentale tra i due riguarda la struttura dello strumento. I PIR non sono dei veri e propri veicoli ma dei "contenitori fiscali" che possono accogliere al proprio interno diverse tipologie di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, ETF ecc.). Uno dei suoi tratti più significativi riguarda il regime di esenzione fiscale: se vengono rispettate le norme sui sottostanti e se lo strumento viene detenuto per almeno 5 anni, non si applicheranno né le imposte sulle rendite da capitale né quelle sulle successioni. Gli ELTIF invece non godono di benefici fiscali e la loro struttura è profondamente diversa, in quanto non sono contenitori fiscali ma veri e propri fondi chiusi di investimento. Questa distinzione apparentemente formale è molto importante, in quanto la struttura chiusa dei fondi fa sì che i capitali raccolti

¹³ Sergio Zocchi, CEO di October Italia

dagli investitori possano essere rimborsati solo a scadenza o dopo un lasso di tempo specificato dal regolamento. I capitali dunque sono impiegati secondo un orizzonte temporale che non è di breve periodo.

Un'altra differenza importante riguarda i sottostanti su cui possono essere impiegate le risorse raccolte. Gli importi raccolti coi PIR devono essere investiti al 70% su titoli emessi da aziende italiane o comunitarie con stabile organizzazione nel nostro paese. In ogni caso, il 21% complessivo deve essere rivolto specificatamente a titoli emessi da aziende quotate in segmenti diversi rispetto al FTSE MIB (MidCap, Star, Standard o AIM). I gestori italiani che, negli ultimi anni, si sono impegnati a collocare i PIR tra i risparmiatori, hanno convogliato le risorse in fondi aperti PIR, decidendo di privilegiare l'investimento su titoli molto liquidi come azioni di società quotate, evitando investimenti azionari illiquidi. Privilegiando, però, strumenti immediatamente liquidabili, l'effetto è stato quello di gonfiare le quotazioni di imprese i cui titoli erano già negoziati sui mercati regolamentati, alzando ulteriormente il loro standing. Invece, i capitali raccolti negli ELTIF possono essere investiti in un'ampia gamma di sottostanti che non si esaurisce solo in titoli di debito o di equity di aziende già quotate, ma abbraccia anche il private debt (debito emesso da società non quotate), i mini-bond e le piattaforme fintech. In termini di diversificazione offerta, accanto al rischio geografico (i PIR sono destinati ad aziende attive in Italia), va considerato anche quello intrinseco degli strumenti su cui si può investire con i PIR. Infatti, i titoli detenibili in portafoglio sono emessi da imprese di piccola o media capitalizzazione.

La nuova legge di Bilancio ha, inoltre, modificato la disciplina dei PIR, imponendo di investire il 7% del capitale su fondi di Venture Capital e su azioni emesse da società quotate sull'AIM, i cui profili di rischio mal si conciliano con i risparmiatori retail. Gli ELTIF sono strumenti con orizzonte temporale lungo e tipicamente illiquidi, finalizzati al finanziamento di progetti con durate medie dai 7 ai 10 anni, e spesso gli strumenti attraverso cui gli investimenti sono effettuati non consentono una liquidazione anticipata della propria quota. Per questo motivo sono decisamente adatti agli High Net Worth Individual (HNWI), investitori dotati di asset tipicamente superiori ai 500.000 euro, che possono destinare una porzione del proprio patrimonio ad investimenti a rischio medio-alto, strutturalmente illiquidi, a fronte di una remunerazione superiore alla media, con profili di diversificazione interessanti e slegati dall'andamento dei mercati finanziari.

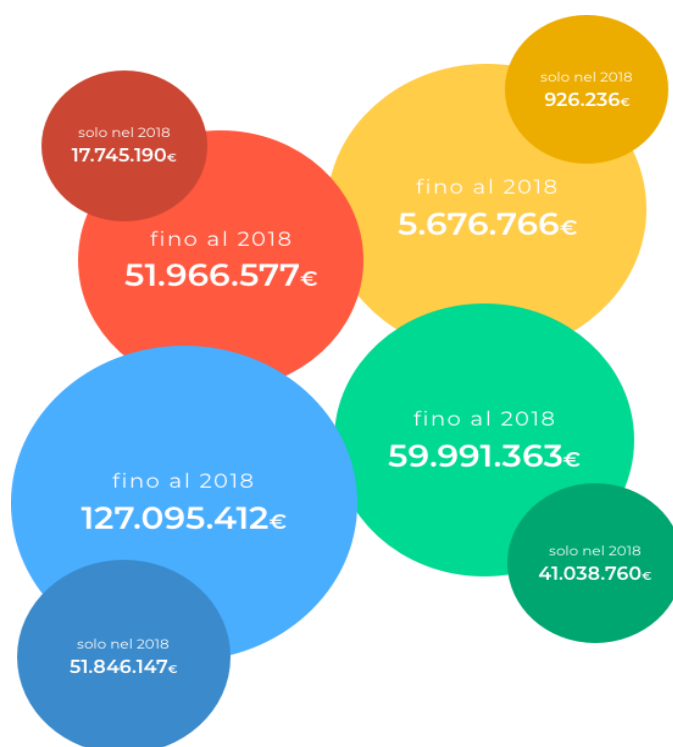
1.5.7 Piattaforme Fintech

Quando si parla di fintech, ci si riferisce all'unione di finanza e tecnologia. Questa nuova branca dell'economia sta letteralmente rivoluzionando il mondo dei servizi finanziari, e lo sta facendo con un'accelerazione senza precedenti. Un connubio fertile che in Italia conta ben 235 startup, per un totale di 30 milioni di euro di investimenti raccolti. Gli istituti di credito, anche i colossi ritenuti invulnerabili, non possono restare fermi di fronte a questo richiamo, devono adeguarsi e fornire ai propri clienti servizi innovativi in grado di semplificare e velocizzare anche le operazioni più banali. In breve, la tecnofinanza permette alle banche di usare la tecnologia sviluppata dalle startup al fine di rendere i propri prodotti e servizi più efficienti. Esempi sono il

crowdfunding, il peer-to-peer lending, la gestione dei pagamenti e dei servizi di daily banking generali, che si trasformano e diventano smart. Ognuno di questi micro-settori si affida a delle startup, che elaborano nuovi modelli di gestione dei servizi finanziari, si presentano a una platea di possibili investitori, ottengono i fondi e aggrediscono una nicchia di mercato in continua evoluzione. Per l'utente tutto questo significa maggior efficienza, velocità, convenienza e migliore customer experience. Le tecnologie in grado di abilitare tale sviluppo sono i big data, realtà virtuale, intelligenza artificiale. Tutto parte dagli anni '90, fase in cui arriva la tecnologia e mette in discussione tutto. Nascono le prime carte di credito, gli ATM, i servizi di home banking e l'avvento della rete inizia a modificare le abitudini di acquisto dei consumatori che prendono piano piano confidenza con le transazioni online dell'e-commerce. Il Fintech entra in questo scenario a seguito della crisi finanziaria del 2008 che si riversa nella fiducia sugli istituti bancari, che vedono lentamente cadere il loro modello tradizionale di fornire servizi. Le startup fintech che si contano oggi in Italia sono 235, attive in diversi campi, fra cui: a) mobile payment, ovvero pagamenti effettuati online; b) social lending, prestiti online tra privati attraverso specifiche piattaforme; c) chatbot, assistenza finanziaria virtuale fruibile in ogni momento della giornata; d) mobile wallet, portafoglio virtuale con carte di credito e debito; e) trasferimenti P2P, per mobilitazione online di denaro tra privati; f) crowdfunding, raccolta fondi collettiva a supporto di vari progetti.

Il **crowdfunding** in particolare è un ottimo modo per guadagnare denaro per un'idea o un progetto, aiutando gli imprenditori ad ottenere il sostegno finanziario necessario.

Il 2018 è stato l'anno della svolta: solamente in Italia, sono stati raccolti oltre 110 milioni di euro, quasi raddoppiando l'intero volume generato da tale mercato in tutti gli anni precedenti¹⁴. Di seguito viene mostrata una rappresentazione grafica di quanto raccolto, diviso per le maggiori tipologie di Crowdfunding: Donation/Reward (rosso), campagne che raccolgono fondi tramite donazioni a fondo perduto o in cambio di ricompense; Equity (verde), finanza raccolta sotto forma di equity; Lending (azzurro), campagne sotto forma di prestito; Do it yourself (giallo), campagne personalizzate sviluppate su siti indipendenti in linea con l'identità del progetto.



Totale raccolto per tipologia di piattaforma (fonte crowdfundingreport.it)

¹⁴ Dati del Report Crowdfunding 2018

Esempi interessanti di campagne di crowdfunding in Italia

- **Glass To Power:** campagna di equity crowdfunding per l'aumento di capitale più grande di sempre in Italia: a luglio 2018 ha battuto il record di volume di raccolta e numero di investitori, raccogliendo su CrowdFundMe 2.250.000€ da 500 nuovi investitori. La startup innovativa spin-off dell'Università Bicocca di Milano, ha sviluppato la tecnologia delle finestre fotovoltaiche grazie al lancio di un'altra campagna per trovare nuovi partner industriali.
- **Clairy:** azienda italiana che grazie ad un'idea innovativa e due campagne di crowdfunding è riuscita a raggiungere il successo. Nel 2015 Vincenzo Vitiello e Alessio D'Andrea realizzano il primo prototipo di purificatore di aria naturale: un vaso tecnologico 100% eco-friendly in grado di moltiplicare gli effetti benefici della pianta al suo interno e di conseguenza purificare l'aria. Il prototipo riscuote successo e il progetto viene selezionato per un percorso di accelerazione in Silicon Valley, al termine del quale, tornati in Italia, lanciano due campagne di crowdfunding e ottengono quasi un milione di euro totali.
- **My cooking box:** Chiara Rota vuole dare la possibilità a chiunque di preparare un piatto tipico regionale italiano, a casa propria come un vero chef. Un'idea geniale: un box contenente gli ingredienti necessari e le giuste dosi per creare il piatto scelto. Per finanziare il suo progetto, lancia due campagne di raccolta: con la prima ottiene 250 mila euro, (obiettivo 50 mila euro); nella seconda oltre 530 mila euro. My cooking box porta a casa un bel trionfo, con le quote dei primi finanziatori che hanno guadagnato valore grazie al secondo round.

- **Rippotai:** non ha ancora terminato la propria campagna di crowdfunding. Il prodotto che stanno lanciando si chiama Soundpotai, un oggetto unico ed eco sostenibile: una cassa armonica Bluetooth e un'esperienza sonora innovativa. Realizzata in cartone super resistente, tanto da potercisi sedere sopra, ha una tecnologia HI-FI all'interno che, abbinata al materiale ed alla forma utilizzata, replica lo stesso principio fisico sonoro degli strumenti musicali acustici. Il suono che esce è naturale e omnidirezionale, ideale sia in ufficio che nelle hall degli hotel nel tempo libero per sedersi e connettere le proprie canzoni.

Consigli per campagne di crowdfunding di successo

Ovviamente non tutte le campagne terminano con il successo. Ci sono alcuni progetti che non hanno un destino felice, non riescono a raccogliere la cifra richiesta nel tempo stabilito. Si consigliano alcuni accorgimenti per una campagna vincente.

1. Informarsi bene, fare le dovute ricerche, non tanto sul prodotto o l'idea, ma riguardo tutto ciò che è necessario sapere sul crowdfunding, regole e specificità.
2. Scegliere la piattaforma giusta di crowdfunding, generica o di nicchia (DIY, in giallo), considerati i parametri del progetto, perché essa aiuterà a connettersi al mercato target e ai potenziali investitori.
3. Conoscere il giusto pubblico di riferimento, prima di creare materiale di marketing o pubblicare la campagna, in modo da catturare con certezza tutto ciò che desidera.
4. Creare materiali di marketing, una volta individuato il target e cosa desidera, per generare contenuti di qualità per la stampa in tema di comunicazione e web marketing e rendere magnetico il messaggio veicolato.

5. Stabilire precisi obiettivi in termini prima di raccolta fondi totale e poi specifici sulla linea del tempo, senza dimenticare quelli di produzione per far avanzare il progetto.

6. Rendere la ricompensa utile, ricordandosi di offrire sempre qualcosa in cambio ai partecipanti alla raccolta, essendo determinanti per il successo o fallimento di essa.

Lo sviluppo delle piattaforme Crowdfunding è solo un esempio di forma di finanziamento alternativa al canale bancario che, grazie al supporto delle nuove tecnologie, sta supportando e finanziando con minimi costi di adattamento progetti innovativi di crescita soprattutto delle PMI, e dai quali le banche dovrebbero ispirarsi.

CAPITOLO 2 – ANALISI DI ALCUNE SOCIETÀ QUOTATE ALL’AIM

In questo capitolo, viene effettuato uno studio più approfondito dei documenti di bilancio e comunicazioni finanziarie di tre Società¹, prima e dopo la quotazione sull’AIM Italia, in modo da poter valutare strategie ed effetti relativi ad una tale scelta. In un secondo momento, verranno riportati i principali riscontri derivanti dalle interviste, da me effettuate, alle Società coinvolte nel presente lavoro.

2.1 - IL CASO CLABO: SETTORE MAINFATTURIERO

2.1.1 Informazioni finanziarie selezionate relative agli esercizi pre-quotazione

(consolidando le controllate Clabo USA, Clabo China e Clabo Brasil integralmente).

I dati pro-forma sono stati ottenuti apportando ai dati al 30 giugno 2014, al 31 dicembre 2013, al 30 giugno 2013 e al 31 dicembre 2012 dell’Emittente le appropriate rettifiche per riflettere retroattivamente gli effetti dell’operazione di conferimento del ramo d’azienda da parte di Clabo Group S.r.l. e delle sue controllate nell’Emittente.

Di seguito i principali **dati economici** dell’Emittente per gli esercizi in esame:

CONTO ECONOMICO	30/06/2014	31/12/2013	30/06/2013	31/12/2012
(€/000)				

¹ Scelte una per prossimità geografica e le altre due perché altamente innovative e recentemente quotate, non per altre motivazioni in particolare.

Valore della produzione	20.908	35.003	19.961	32.004
EBITDA (1)	2.889	4.192	2.366	3.792
Ammortamenti	(893)	(1.359)	(660)	(1.264)
EBIT (2)	1.996	2.833	1.706	2.528
Risultato Netto	866	845	677	801
EBITDA %	13,8%	12,0%	11,9%	11,8%
EBIT %	9,5%	8,1%	8,5%	7,9%
Risultato Netto %	4,1%	2,4%	3,4%	2,5%

(1) **EBITDA** corrisponde al risultato netto rettificato dalla gestione finanziaria, dalle imposte, dagli ammortamenti delle immobilizzazioni, dagli accantonamenti e dalle svalutazioni crediti e magazzino. Utilizzato per valutare l'andamento operativo;

(2) **EBIT** corrisponde al risultato netto rettificato dalla gestione finanziaria e imposte.

Dati pro forma consolidati (Euro)	31/12/12	31/12/13
Italia	16.893.140 (54%)	16.433.733 (51%)
Esteri	14.675.151 (46%)	15.881.536 (49%)
Vendite nette	31.568.291	32.315.269
Crescita YoY (anno su anno)	2,4%	

Al 30 giugno 2014, il Gruppo ha registrato ricavi consolidati di circa 19.122 mila euro, in crescita del 2,5% rispetto al riferimento del 2013. Il valore dell'EBITDA era stabile al 12% per gli esercizi 2012-2013, mentre cresceva al 14% dopo il primo semestre 2014.

Dati **patrimoniali consolidati pro-forma** dell'Emittente per gli esercizi pre-quotazione

ATTIVITA' (€/000)	30/06/2014	31/12/2013	30/06/2013	31/12/2012
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	32.125	32.386	32.365	32.615
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	22.413	19.206	22.886	18.462
TOTALE ATTIVITA'	54.538	51.592	55.251	51.077
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA' (€/000)	30/06/2014	31/12/2013	30/06/2013	31/12/2012
TOTALE PATRIMONIO NETTO	6.137	5.252	5.189	4.600
TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	21.689	22.899	24.093	25.133
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	26.712	23.441	25.969	21.344
TOTALE PASSIVITA'	48.401	46.340	50.062	46.477
TOTALE PN E PASSIVITA'	54.538	51.592	55.251	51.077

Dati **patrimoniali riclassificati** per fonti ed impieghi consolidati (per gli stessi esercizi):

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO (€/000)	30/06/2014	31/12/2013	30/06/2013	31/12/2012
CCN Operativo	9.841	8.371	10.191	7.524

Capitale Circolante Netto (1)	6.261	5.377	7.709	4.584
Attivo immobilizzato	31.652	31.935	31.909	32.106
Capitale Investito Netto (2)	29.470	28.612	30.711	27.754
Patrimonio Netto	6.137	5.252	5.189	4.600
Posiz. Finanz. Netta (3)	23.333	23.360	25.522	23.154

(1) Il **Capitale Circolante Netto** corrisponde alla differenza tra attività correnti e passività correnti con esclusione delle attività e passività finanziarie.

(2) Il **Capitale Investito Netto** corrisponde alla sommatoria algebrica del Capitale Circolante Netto, delle attività immobilizzate e delle passività a lungo termine.

(3) La **Posizione Finanziaria Netta ("PFN")** è ottenuta come somma algebrica delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti, delle attività finanziarie correnti e delle passività finanziarie a breve e a lungo termine.

2.1.2 Fattori di rischio relativi al Gruppo

Rischi del contesto economico

Dopo i perduranti effetti della crisi del 2009, è stato necessario predisporre un nuovo piano industriale e finanziario, prevedendo: (i) l'implementazione di un significativo processo di riorganizzazione produttiva e commerciale; (ii) la ristrutturazione dell'esposizione debitoria riguardo alcuni finanziamenti a medio lungo termine; (iii) la conferma, da parte di alcuni finanziatori dei prestiti a breve.

Nel primo semestre 2014, il management della Società Beneficiaria (Clabo Group, nuovo azionista di controllo dell'Emittente), proseguendo con l'implementazione del Piano 2012 e assumendo la difficile congiuntura economico-finanziaria nazionale, ha

ritenuto opportuno elaborare un piano industriale strategico finalizzato a reperire sul mercato le risorse finanziarie per l'implementazione di tutte le attività funzionali al raggiungimento di risultati reddituali migliori, che avrebbero consentito il risanamento ed il riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria delle società del gruppo, nel rispetto degli obblighi di rimborso previsti nell'Accordo 2012. Tale Piano include il Conferimento e la quotazione dell'Emittente presso l'AIM Italia.

Per dare seguito al Piano Strategico 2014 e procedere alla Quotazione, i Finanziatori hanno sottoscritto, sostituendo l'Accordo 2012, un accordo con la Beneficiaria e l'Emittente per confermare in capo a quest'ultima, in seguito al Conferimento, tutti gli obblighi previsti circa i Finanziamenti MLT Chirografari e ai Finanziamenti BT.

Il Piano Industriale assumeva la piena e puntuale realizzazione delle seguenti azioni:

- il successo degli interventi di riposizionamento strategico, progressiva internazionalizzazione (Asia, America Latina e USA) e incremento di marginalità;
- l'esecuzione del piano di riorganizzazione dei costi diretti e amministrativi;
- l'assenza di eventi imprevisti o mutamenti strutturali dello scenario economico.

Rischi connessi ai finanziamenti, all'indebitamento e ai parametri dell'Accordo 2014

L'esposizione debitoria consolidata pro-forma del Gruppo al 31-12-2014 è la seguente:

<i>(importi in Euro migliaia)</i>	Preconsuntivo pro-forma 2014
Disponibilità liquide	(961)
Indebitamento a breve termine	9.197
Indebitamento a medio termine (entro 12 mesi)	2.088

Indebitamento a lungo termine (oltre 12 mesi)	11.797
Indebitamento finanziario netto	22.121

La capacità del Gruppo di far fronte al suo indebitamento bancario dipende dai risultati operativi e dalla liquidità generabile, fattori non del tutto dipendenti dal Gruppo.

L'Accordo 2014 impone all'Emittente il rispetto di specifici parametri finanziari, il mantenimento di un determinato EBITDA, patrimonio netto e posizione finanziaria netta, nonché il mantenimento di un determinato rapporto tra PFN e EBITDA e tra PFN e PN. Tali parametri devono essere rilevati dall'Emittente entro il 30 giugno successivo alla chiusura dell'esercizio e trasmessi. Laddove l'Emittente non fosse in grado di rispettarli, ciò determinerebbe l'obbligo di rimborso immediato del relativo debito.

2.1.3 Fattori di rischio relativi alla quotazione delle Azioni

Descrizione degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione

Gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sull'AIM Italia sono le Azioni, i Warrant² e le Azioni di Compendio dell'Emittente.

I Warrant sono stati assegnati gratuitamente, nel rapporto di un Warrant ogni Azione a tutti i portatori di Azioni in circolazione alla Data del Documento di Ammissione e alle Azioni sottoscritte antecedentemente alla data di inizio negoziazioni.

Tutte le Azioni negoziate e le Azioni di Compendio sottoscritte in esercizio dei Warrant hanno tra loro le stesse caratteristiche e attribuiscono i medesimi diritti. Ciascuna

² Strumenti finanziari quotati che danno la facoltà di acquistare (call) o vendere una certa quantità di titoli ad un prezzo prefissato, entro date scadenze e secondo un determinato rapporto di esercizio.

Azione Ordinaria e ciascuna Azione di Compendio attribuisce il diritto di voto in tutte le Assemblee della Società e gli altri diritti amministrativi previsti da legge e Statuto.

I Warrant Clabo circolano separatamente rispetto alle Azioni cui sono abbinati, a partire dalla data di emissione e saranno liberamente trasferibili.

Proventi netti totali e stima delle spese legate all'ammissione degli sull'AIM Italia

I proventi netti derivanti dal Collocamento Privato, al netto di spese e commissioni di collocamento, è di sei milioni di euro circa. L'Emittente ha stimato in 1,4 milioni di euro le spese a suo carico relative al processo di ammissione delle Azioni dell'Emittente all'AIM Italia, comprese le spese di pubblicità e le commissioni di collocamento.

Rischi connessi alla negoziazione su AIM Italia, alla liquidità dei mercati e alla possibile volatilità del prezzo delle Azioni e dei Warrant

Le Azioni e i Warrant non saranno quotati su un mercato regolamentato e, sebbene vengano scambiati sull'AIM Italia in negoziazione continua, non è possibile garantire che si mantenga un mercato liquido per tali strumenti che, pertanto, potrebbero presentare problemi di liquidità generalizzati indipendenti dall'Emittente, in quanto le richieste di vendita potrebbero non trovare adeguate e tempestive contropartite, nonché essere soggette a fluttuazioni rilevanti di prezzo in relazione ad una serie di fattori ed eventi, alcuni dei quali esulano dal controllo dell'Emittente, e potrebbe non riflettere i risultati operativi della Società. Tra tali cause si segnalano: liquidità del mercato, differenze dei risultati operativi e finanziari effettivi rispetto a quelli previsti da investitori e analisti, cambiamenti nelle previsioni e raccomandazioni degli analisti, cambiamenti nella situazione economica generale e rilevanti oscillazioni del mercato.

Rischi connessi alla diluizione in caso di mancato esercizio dei Warrant

I Warrant sono abbinati gratuitamente alle Azioni in circolazione alla data del

Documento d'Ammissione e alle Azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale.

In caso di mancato esercizio dei Warrant da parte di alcuni azionisti entro il termine di scadenza e di contestuale esercizio da parte di altri azionisti, gli azionisti che non eserciteranno i Warrant subiranno una diluizione della partecipazione detenuta.

2.1.4 Evoluzione del Gruppo post-quotazione

Analisi IR TOP Consulting³ (Aprile 2019)

Dall'introduzione dei PIR nel 2017, tutti i principali indici italiani hanno fatto registrare trend positivi. Il FTSE AIM Italia è cresciuto del +14% dal 2017 contro il -16% nel 2016.

La crescita di AIM Italia, il mercato dei capitali di rischio per PMI ad alto tasso di crescita, è straordinaria. Il numero di IPO e il capitale raccolto sono cresciuti in modo sensibile e, confrontata con il principale mercato azionario italiano (MTA), AIM Italia è stato molto più dinamico con 89 quotazioni contro 25 sul MTA nel periodo 2015-2018.

AIM Italia	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Marzo 2019
Numero imprese	18	36	57	72	77	95	113	117
Capitalizzazione (milioni di euro)	493	1.242	2.051	2.937	2.902	5.709	6.646	6.923
Numero IPO	3	15	22	22	11	24	26	6
Capitale raccolto	9	160	206	278	208	1.262	1.325	49

³ Boutique finanziaria, fondata nel 2001 a Milano, leader in Italia nella consulenza direzionale per i Capital Markets (quotazione in Borsa, emissioni di debito e Corporate Finance) e le Investor Relations.

(milioni di euro)								
-------------------	--	--	--	--	--	--	--	--

Anche la liquidità del mercato è cresciuta con i PIR: il volume d'affari giornaliero mediamente scambiato (ADTT) è salito fortemente nel 2017, con un valore medio di 120 mila euro, oltre cinque volte il riferimento del 2016. Nel 2018 l'ADTT è stato di 96 mila euro, con un apice in luglio di 196 mila. Il volume d'affari totale (TTT) nel 2018 ammontava invece a 2,45 miliardi di euro, oltre otto volte il riferimento del 2016.

Il settore Manifatturiero, cui appartiene la Clabo, è il secondo sia per numero di imprese quotate all'AIM (17%) che per capitalizzazione (20%), dietro al settore Finanza.

AIM Italia: dati medi finanziari 2017

Settore	Ricavi (Eu milioni)	Crescita ricavi (%)	Margine EBITDA (%)	PFN (Cash) (Eu milioni)	PFN/EBITDA (x)
Chimico	11	114%	62%	(24.2)	(3.6)
Energia e rinnovabili	35	13%	22%	38.7	7.4
Fashion & Luxury	33	10%	11%	4.7	(0.1)
Food & Beverage	73	3%	8%	13.8	0.9
Beni e servizi Health-Care	56	21%	17%	7.8	1.4

Manifattura	84	8%	12%	17.1	1.6
Media e	22	(1%)	2%	5.5	0.7
Intrattenim.					
Servizi	15	22%	18%	(0.4)	0.2
Tecnologia	36	18%	14%	(1.4)	0.9
Telco	11	14%	40%	4.3	1.2
AIM Italia	42	11%	13%	9.9	1.5
(valori medi)					

AIM Italia: dati medi di mercato

Settore	N. società	Capitalizzaz. (Eu m)	Flottante (%)	ADTT (Eu)	EV/EBITDA 2017 (x)
Manifattura	20	70	31%	63,495	12.7
Media AIM	117	59	38%	107,137	10.1

CLABO si posiziona nel settore Industriale dell'AIM.

Se confrontato con I dati medi di tale settore di riferimento, CLABO mostra:

- più alto tasso di crescita delle vendite (+20% vs. +8%);
- margine EBITDA in linea con la media (11% vs. 12%);
- maggior indebitamento finanziario netto (19 milioni di euro vs. 17 milioni);
- minore capitalizzazione di mercato (15 milioni di euro vs. 70 milioni);
- flottante in linea con la media (30% vs. 31%);
- minori ADTT (20 mila euro vs. 63 mila), minor liquidità titoli e maggior rischio;

- performance azionaria dall'IPO negativa (-33% vs. -7%).

Dati 2017	Ricavi (Eu milioni)	Crescita ricavi (%)	Margine EBITDA %	PFN (Cash) (€ milioni)	EV/EBITDA (x)	PFN/EBITD A (x)
Clabo	45	20%	11%	19	7.2	4.0
Industria	84	8%	12%	17	12.7	1.6
AIM Italia	42	11%	13%	9.9	13.9	1.5

Dati di mercato	Capitalizzaz. (Eu milioni)	Flottante (%)	Perf. Dall'IPO (%)	ADTT (Eu)
Clabo	15	30%	-33%	19,559
Industria	70	31%	-7%	63,495
AIM Italia	59	38%	-4%	107,137

Mercato di riferimento

Secondo un report pubblicato da Allied Market Research, il mercato globale del gelato era valutato 68 miliardi di dollari nel 2016, e si stima possa raggiungere 97 miliardi di dollari per il 2023, registrando un CAGR (tasso annuo di crescita composto) del 5.4% (2017-2023). L'Europa rimane il primo mercato di sbocco, rappresentando il 35% del totale, seguito da APAC (32%) e USA (20%). Un importante driver per tale mercato è il fattore climatico, tanto che l'area LAMEA (America Latina, Medio Oriente e Africa) rappresentava un sesto della domanda globale nel 2016 e ci si attende che cresca ad un CAGR 2017-2023 del 5.8%. In quest'area, si stima che gli Emirati Arabi Uniti faranno

registrare il più alto tasso di crescita (CAGR 2017-2023 del 10.2%), seguiti da APAC, su tutti India e Cina, che nel 2014 ha superato gli USA sia per volumi che per valore.⁴

Tale mercato globale può essere categorizzato in tre macro-segmenti di prodotto: guida quello d'impulso (40%), seguito dal gelato take-home (39%) e infine quello di riferimento per CLABO, ovvero il segmento artigianale (21%).

Quest'ultima tipologia di gelato si distingue per l'utilizzo di materie prime fresche e, rispetto a quello industriale, presenta una minor quantità di grassi (3-4%, 8-12% in quello industriale) e una minor quantità di aria (massimo 35%, minimo 70% in quelli industriali). Nel gelato artigianale, l'ingrediente dominante è il latte (almeno il 60%) seguito dagli zuccheri (14-24%) e dalla panna (5-20%). La ricetta prevede, oltre a materie prime di alta qualità, un giusto bilanciamento dei componenti solidi dei vari ingredienti, non include additivi e si prepara nei giorni subito precedenti il consumo.

Nel 2017, questo mercato valeva circa **15 miliardi di euro** con un CAGR 2014-2017 del 4% e, globalmente, ci si attende da esso una crescita maggiore, con un **CAGR 2018-2023 del 7.2%**. Questo è dovuto in gran parte a scelte più ponderate e abitudini più salutari di consumatori che, nel caso soprattutto di Nord America e Asia-Pacifico, prima non si curavano di tali problemi (Fonte: Business wire).⁵

Il core business di CLABO è nel segmento dell'esposizione e conservazione del gelato artigianale, con una crescita attesa nel periodo 2017-2021 rispettivamente del 9.4% e 8.2%, con le Americhe a recitare il ruolo di traino (Fonte: Technavio).⁶

⁴ Fonte: Grand View Research

⁵ Fonte: Business wire

⁶ Fonte: Technavio

Secondo la Società, la domanda globale di vetrine per gelato artigianale è di circa 13.000 unità, con una quota mercato del 30% (4.000 vetrine vendute annualmente).

Trend dell'industria delle vetrine refrigerate a supporto della sua strategia di crescita:

- La redditività dei segmenti Premium e Prestige è di norma superiore;
- I suddetti segmenti vedranno tra i principali clienti ancora economie mature, considerato il rallentamento del processo di rinnovamento causato dalla crisi;
- Il mercato delle vetrine refrigerate sarà spinto dagli alti tassi di crescita delle aree emergenti (APAC);
- Le maggiori possibilità di viaggio espongono ancor più le persone alla tentazione del gelato artigianale;
- L'efficienza energetica sta diventando un "must-have", e CLABO fa da benchmark.

CLABO è il leader nei segmenti Premium e Prestige grazie alla sua ampia gamma di prodotto, complessità tecnologica e controllo della filiera produttiva.

Confrontata con i principali competitors, CLABO mostra più alti tassi di crescita delle vendite e EBITDA, osservabili nella seguente tabella.⁷

Dati 2017	VdP	Crescita	EBITDA	EBITDA%	PFN	PFN/EBITDA
(€/000)		anno (%)				
CLABO	44,765	19.9%	5,014	11.2%	18,990	3.8x
FRIGOMEC	22,302	5.6%	2,212	9.9%	-34	n.m.
CANICA						
IFI	58,560	-1.3%	4,676	8.0%	5,128	1.1x

⁷ Fonte: analisi CLABO basata sulle ricerche di PWC e AT Kearney.

ISA	126,863	13.6%	5,584	4.4%	28,085	5.0x
-----	---------	-------	-------	------	--------	------

Coerentemente con la strategia, annunciata in IPO, crescita esterna in mercati chiave e di espansione dell'offerta nei segmenti adiacenti, CLABO ha effettuato due importanti acquisizioni: HMC negli USA ed Easy Best in Cina.

Easy Best nel marzo 2017, maggior produttrice di vetrine refrigerate in Cina e Asia.

L'acquisizione ha rilevanza strategica, in quanto permette a CLABO di rafforzare la sua presenza in Asia, ampliare il network commerciale e sfruttare un brand ben noto. Nel 2018, Easy Best ha registrato ricavi per 4 milioni di euro, con margine EBITDA del 9,5%.

Howard McCray nel marzo 2018, una partecipazione del 51% in una società americana specializzata nella produzione di vetrine refrigerate per l'industria food & beverage.

Tale acquisizione consente di espandere la gamma di prodotto e di entrare in un nuovo mercato, potendo contare su un altro polo produttivo, situato a Filadelfia, e su un competente network di vendita. Nel 2018, HMC registrava ricavi per 11,5 milioni di euro, incrementando del 17% il dato del 2017, con un margine EBITDA del 5,4%.

Nell'ottobre 2018, CLABO ha eseguito un aumento di capitale a supporto del business plan, con mezzo milione di euro raccolto dall'emissione di 227 mila azioni ad un prezzo di 2,40 (127 mila sono state sottoscritte dall'azionista principale CLABOFIN). L'aumento di capitale, per un totale di 4.9 milioni di euro, è stato aperto fino a luglio 2019.

CLABO si è quotata il 26 marzo 2015 ed è controllata da CLABOFIN S.r.l. (Pierluigi Bocchini, Amministratore Esecutivo, e Alessandro Bocchini, Direttore, che detengono il 55% e 45% del capitale azionario).

Composizione azionaria	No. azioni	%
Cla.Bo.Fin. S.r.l.	5,791,050	68.48%
Market	2,516,345	29.76%
Treasury Shares	148,505	1.76%
Totale	8,455,900	100.00%

Performance finanziaria nel triennio 2016-2018

Dalla quotazione nel 2015, CLABO ha incrementato i suoi ricavi ad un CAGR del 28%, guidato principalmente dalle acquisizioni, dato che la crescita organica ha rallentato nel 2018 in linea con il mercato europeo. Il valore della produzione nel 2018 ha toccato quota 53 milioni di Euro, 18% in più rispetto al 2017, beneficiando del consolidamento di Easy Best (2 mesi) e HMC (4 mesi).

In termini geografici, i ricavi domestici sono calati dell'11% seguendo i deboli trend in atto nel mercato italiano. Lo stesso vale per il resto d'Europa (-8%), mentre il mercato asiatico è cresciuto del 15%, nonostante Easy Best abbia dovuto far fronte ad uno stop della produzione di due mesi dovuto all'implementazione del sistema operativo SAP. Il mercato statunitense è decollato (+262%) in seguito all'acquisizione, rappresentando ad ora circa il 25% dei ricavi totali pro-forma.

Nel 2018, l'EBITDA normalizzato ha raggiunto quota 6,1 milioni di euro, 21% in più rispetto al 2017 e con un margine dell'11,5%, in crescita dato che la minor redditività dell'HMC è stata più che compensata dalla miglior efficienza produttiva di Jesi.

Le spese non ricorrenti (€1,2 milioni) riguardavano l'acquisizione di HMC (0,7 milioni), incentivi al prepensionamento (0,2 milioni) e provvigioni straordinarie (0,4 milioni).

Utili/Perdite

IAS/IFRS (milioni Eu)	2018	2017	2016
Vendite	44.4	41.1	34.0
Ricavi	53.0	44.8	37.3
<i>Crescita annuale</i>	18%	20%	47%
EBITDA Norm	6.1	5.0	4.1
<i>EBITDA% Norm</i>	11.5%	11.2%	11.0%
<i>EBITDA%</i>	9.1%	10,6%	11%
EBIT Norm	2.7	2.1	1.8
<i>EBIT% Norm</i>	5.2%	4.7%	4.7%
Utile netto	0.2	0.5	0.7

Stato Patrimoniale

IAS/IFRS (milioni Eu)	2018	2017	2016
Circolante Netto	8.1	4.1	5.1
Immobilizzazioni nette	40.8	39.0	34.5
Fondi	(7.2)	(8.0)	(7.5)
Impieghi netti	41.8	35.0	32.1
Indebitamento	23.9	19.0	16.8
Finanziario Netto			
Equity	17.9	16.0	15.3

Fonti	41.8	35.0	32.1
--------------	-------------	-------------	-------------

Nel 2017-2018 gli investimenti in M&A hanno raggiunto i 6.7 milioni di euro tra Easy Best (3.1 milioni) e HMC (3.6 milioni). I flussi di cassa operativi al netto di investimenti ed oneri finanziari sono rimasti stabili e le suddette acquisizioni sono state finanziate in larga parte attraverso l'indebitamento finanziario, che a fine 2018 era di 23.9 milioni.

IAS/IFRS (milioni Eu)	2018	2017	2016
Debiti a breve	8.5	8.0	6.7
Debiti a medio-lungo	7.5	8.1	9.9
Senior Bond (2016-2021)	3.6	4.9	2.8
Direct Lending	2.8	3.0	-
Simest (acquisto di partecipazione)	2.9	1.1	-
Liquidità e simili	(1.4)	(6.1)	(2.6)
Indebitamento Netto	23.9	19.0	16.8

Il Senior Bond di 5,0 milioni di euro è stato sottoscritto da Amundi Pioneer ed è quotato su ExtraMOT Pro, mentre lo strumento di *Direct Lending* (3,0 milioni) è stato sottoscritto da Hedge Invest. I principali vincoli finanziari sono riportati di seguito:

Vincoli-Covenants	2018	2019	2020	2021
PFN/Equity	<= 1,5x	<= 1,5x	<= 1,4x	<= 1,4x
PFN/EBITDA	<= 4,2x	<= 3,75x	<= 3,5x	<= 3,0x

Cash Flow (milioni Eu)	2018	2017	2016
EBIT Norm.	2.7	2.1	1.8
Svalutaz. e amm.ti	3.4	2.9	2.4
Imposte	(0.1)	(0.2)	(0.4)
Variazione Fondi	(0.8)	0.5	(0.1)
Cash Flow Lordo	5.2	5.3	3.6
Variazione nel CCO	(5.6)	(0.4)	3.4
Variazione in altre attività/debiti correnti	1.6	1.0	(1.9)
Cash Flow Operativo	1.1	5.9	5.2
Spese in c/c	(1.5)	(4.4)	(3.7)
Acquisizioni	(3.6)	(3.1)	(1.0)
Altro	(1.3)	0.3	1.2
Redditi finanz. (oneri)	(1.2)	(1.1)	(0.7)
Free Cash Flow	(6.5)	(2.4)	1.0
Modifiche nell'Equity	1.6	0.3	(0.1)
Variazione Indebitamento	(4.9)	(2.1)	0.9
Netto (Cash)			

Stime periodo 2019-2021

Le previsioni della società stessa per il periodo 2019-2021 parlano di una **crescita media dei ricavi del 14%** grazie all'ulteriore internazionalizzazione, specialmente in Asia dove CLABO ha di recente raggiunto importanti accordi con catene alimentari

multinazionali come Starbucks e Wendy, e negli USA, dove la nuova HMC sta mostrando risultati incoraggianti (+17%). Altri driver della crescita sono: le opportunità di cross-selling possibili con le due recenti acquisizioni; il lancio di una nuova linea di prodotto per la conservazione alimentare nel 2020 che si stima possa generare circa 7 milioni di euro di ricavi. Considerando poi l'incoraggiante ordine raccolto nel primo trimestre del 2019 (+37% rispetto al 2018), ci si aspetta di sfiorare quota 60 milioni nel 2019 (+13% rispetto al 2018).

Il **margin** EBITDA è previsto che cresca dal 9.1% nel 2018 al **13.4% nel 2021**, con valore assoluto in crescita ad un CAGR del 30% fino al 2021, assorbiti ormai i recenti investimenti nell'efficiamento produttivo e con maggiori effetti di leva operativa.

Gli **Utili Netti** del Gruppo alla fine del 2021 dovrebbero arrivare a 3,8 milioni di euro, con un CAGR (2017-2021) dell'EPS del **67%**.

IAS/IFRS (Eu milioni)	18d	19s	20s	21s
Ricavi	53.0	60.1	68.5	77.9
<i>Crescita annuale</i>	18.4%	13.4%	13.9%	13.7%
EBITDA Norm	6.1	7.3	8.6	10.3
<i>Margine</i>	11.5%	12.2%	12.5%	13.2%
EBITDA	4.8	7.3	8.6	10.3
<i>Margine</i>	9.1%	12.2%	12.5%	13.2%
EBIT Norm	2.7	4.4	5.3	6.7
<i>Margine</i>	5.2%	7.4%	7.8%	8.6%
Utile Pre-Imposte	1.6	3.1	4.1	5.6

Utile Netto	0.2	2.3	3.0	4.2
Utile Netto del Gruppo	(0.0)	2.0	2.6	3.6
IAS/IFRS (Eu milioni)	18d	19s	20s	21s
CCN Operativo	8.1	10.0	12.6	15.6
Immobilizz. nette	40.8	39.5	38.7	37.2
Fondi	(7.2)	(7.3)	(7.5)	(7.6)
Totale Impieghi	41.8	42.2	43.8	45.2
Indebitamento Netto	23.9	22.1	20.6	17.8
(Cash)				
Equity	17.9	20.1	23.2	27.4
Fonti	41.8	42.2	43.8	45.2
Indebitamento Netto/EBITDA	5.0x	3.0x	2.4x	1.7x

Fonte: dati societari periodo 2016-18 (d) e stime IR Top Research periodo 2019-21 (s)

2.1.5 Valutazione CLABO

Si è valutato CLABO attraverso due diversi metodi:

- Confronto multipli di mercato/moltiplicatori;
- Modello di attualizzazione dei flussi di cassa previsti.

La valutazione non considera il possibile impatto di diluizione dell'esercizio dei warrant.

Sconto/Bonus per posizionamento AIM

Quando si usano i multipli di mercato per determinare il fair value di una società quotata all'AIM Italia, si applica uno sconto sul multiplo medio tra pari basato su un algoritmo che misura il posizionamento di una società confrontato con la media AIM Italia e con il suo specifico settore AIM. Grazie all'“Osservatorio AIM” (database IR Top) tutte le società quotate su AIM Italia sono state analizzate in varie dimensioni: a) dati di mercato (capitalizzazione, liquidità, flottante); b) principali parametri economico-finanziari (crescita e redditività); c) sostenibilità; d) trasparenza (piano strategico). I dati di mercato stabiliscono uno sconto base dal 20% al 30%, mentre le altre tre dimensioni uno sconto/bonus aggiuntivo in un range del 5%. Applicando l'algoritmo a CLABO, si valuta giusto uno **sconto del 27,00%** rispetto ai pari, basato su:

- sconto per dati di mercato del 30%;
- bonus del 3% come somma dei punteggi di finanza, sostenibilità e trasparenza.

Posizionamento di	Settore AIM		AIM Italia		SI	NO
CLABO su AIM						
Dati di mercato	<AVG	>AVG	<AVG	>AVG		
Capitalizzazione	X		X			
Liquidità (ADTT)	X		X			
Flottante	X		X			
Dati Finanziari	<AVG	>AVG	<AVG	>AVG		
Crescita Ricavi		X		X		
Margine EBITDA	X		X			

Politica Dividendi	X
Sostenibilità	
Indipendenza Board	X
Voto di lista (nomine)	X
Dati Ambientali	X
Dati Sociali	X
Trasparenza	
Piano Strategico	X

A) Metodo valutazione relativa (multipli di mercato)

Per questo tipo di valutazione di CLABO, si è identificato un gruppo di imprese simili attive nella refrigerazione ed esposizione alimentare. In linea con la precedente analisi del posizionamento AIM, si applica lo sconto del 27% ai simili. Utilizzando il multiplo EV⁸/EBITDA 2019-2020, il confronto tra i moltiplicatori restituisce un fair value di **2,91 euro per azione**.

EV/EBITDA (x)	19 (stima)	20 (stima)
CLABO	4.4x	4.0x
Mediana settore specifico (campione scelto)	8.3x	7.4x

Fonte: stime IR Top Research per CLABO ed elaborazione dati FactSet

B) Metodo Attualizzazione flussi di cassa

Ipotesi WACC:

- Tasso risk-free: 2,72% (media su 12 mesi del rendimento di BTP a 10 anni);
- Crescita perpetua: 0,5%;
- Premio per il rischio di mercato: 8,59%;
- Beta: 0,8;
- WACC: 9,18 %.

La valutazione con tale metodo di attualizzazione dà un fair value di **3,34 € per azione**.

Somma FCF attesi periodo 2019-2022 (milioni Eu)	11.579
Terminal Value attualizzato (milioni Eu)	41.001
Valore Totale Impresa (milioni Eu)	52.580
Indebitamento Netto al 31-12-2018 (milioni Eu)	23.787
Minoranza	1.000
Valore Totale Equity (milioni Eu)	27.793
Numero di azioni in circolazione (migliaia)	8.456
Fair Value per azione (Eu)	3,34

Riepilogo Valutazione

Pesando egualmente i due approcci, si è stabilito un **target price per azione di € 3,13**, con un aumento del 62%, e un implicito multiplo EV/EBITDA 2019-2020 di 6,8x e 5,8x.

Metodo	Peso	Prezzo (Euro)
--------	------	---------------

⁸ Valore dell'impresa, che è uguale alla somma tra capitalizzazione di borsa ed indebitamento netto.

Analisi multipli	50%	2,91
Attualizzazione flussi di cassa	50%	3,34
Target Price		3,13

2.1.6 Relazione Semestrale 2019: confronto 2018-2019 ed evoluzione prevedibile

L'Osservatorio Sigep ha stimato in Italia una crescita annuale dei consumi estivi del gelato artigianale del 10%.

Per quanto riguarda le dinamiche delle **vendite** del Gruppo nel primo semestre d'esercizio 2018 e 2019, di seguito si ha l'andamento dei ricavi per macro-area:

	30/06/2019	%	30/06/2018	%	Delta
Italia	9.803.830	34,79%	9.439.441	36,74%	364.389
UE	7.087.500	25,15%	7.581.467	29,51%	(493.967)
Resto del mondo	11.290.997	40,06%	8.671.115	33,75%	2.619.882
	28.182.327		25.692.023		2.490.304

L'incidenza delle vendite consolidate sui mercati export ha superato il 65% del globale, mentre era intorno al 48% il riferimento pre-quotazione.

Nel primo semestre 2019 il Gruppo Clabo, grazie anche all'allargamento del perimetro di consolidamento con l'acquisizione di HMC, conferma la crescita sia del fatturato (+ 8,1% rispetto allo stesso periodo del 2018), che di redditività, con un Ebitda normalizzato del primo semestre 2019 pari a Euro 4.016 mila, in aumento dell'11,5%.

In data 12 giugno 2019, il CdA ha approvato l'emissione di un prestito obbligazionario di massimi Euro 8 milioni, finalizzato in gran parte al progetto di completamento della digitalizzazione degli stabilimenti produttivi di Jesi e Filadelfia, nell'ambito del progetto "Clabo Fabbrica 4.0", inerenti macchinari per la lavorazione delle lamiere. Il 28 giugno successivo, la Società annuncia che il fondo Anthilia BIT III, gestito da Anthilia Capital Partners SGR S.p.A. ed il fondo PMI Italia II, gestito da Finint Investments SGR S.p.A., hanno sottoscritto il prestito obbligazionario della durata di 6 anni emesso dalla Società, rispettivamente fino a Euro 5 milioni e fino a Euro 3 milioni.

La capogruppo Clabo S.p.A. ha realizzato nel primo semestre 2019 ricavi, in aumento rispetto al 2018, per complessivi 21.632 mila euro ed un EBITDA normalizzato di 3.163 mila euro, in linea con il risultato del precedente anno.

La controllata cinese Qingdao Clabo Easy Best ha realizzato ricavi totali, in crescita rispetto al 2018, per 2.956 mila euro ed un Ebitda di 508 mila euro (+91%).

La società controllata americana Howard McCray, nel corso del primo semestre 2019, ha realizzato vendite nette per 7.234 mila euro, in forte crescita rispetto al 2018; l'Ebitda del periodo è risultato pari a 461 mila euro, valore doppio rispetto a giugno 2018.

Per quanto riguarda la verifica del rispetto dei parametri finanziari, si precisa che il livello dei parametri sopra descritti è costantemente monitorato dalla Società, ed al 31 dicembre 2018 i covenant PFN/EBITDA e PFN/PN risultano regolarmente rispettati:

	2018 Effettivo	2018 Target
PFN/EBITDA*	3,73	4,20
PFN/PN	1,34	1,50

**Il valore dell'EBITDA risulta dalla normalizzazione degli effetti delle operazioni non ricorrenti previste dal Prestito Obbligazionario e dal contratto di direct lending.*

Stato Patrimoniale

ATTIVITA'	30/06/2019	30/06/2018
Attività non correnti	43.347.530	41.034.453
Attività correnti	43.903.439	34.602.916
TOTALE ATTIVITA'	87.250.969	75.637.369

PATRIMONIO NETTO E PASSIVO	30/06/2019	30/06/2018
Patrimonio netto del Gruppo	16.838.989	16.639.596
Patrimonio netto di terzi	1.280.577	1.210.584
TOTALE PATRIMONIO NETTO CONSOLIDATO	18.119.566	17.850.180
Passività non correnti (finanz.)	27.334.544	19.766.368
Passività correnti	41.796.859	38.020.821
TOTALE PASSIVITA'	69.131.403	57.787.189
TOTALE FONTI FINANZIAMENTO	87.250.969	75.637.369

Conto Economico

CONTO ECONOMICO (Euro)	30/06/2019	30/06/2018
Totale ricavi	31.529.135	29.175.971

Costi operativi (materie, servizi, personale, oneri diversi di gestione)	(27.847.050)	(25.986.097)
Ebitda	3.682.085	3.189.874
Ammortamenti periodo	(2.425.041)	(1.559.546)
Ebit	1.257.044	1.630.328
Risultato prima delle imposte	572.912	977.866
Risultato periodo (attività tipiche)	344.810	762.917
di competenza del gruppo	232.296	629.562
di competenza di terzi	112.514	133.355

CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO	30/06/2019	30/06/2018
Risultato di periodo	344.810	762.917
Differenze di cambio da conversione delle gestioni estere	(33.586)	115.130
Totale risultato complessivo periodo	311.224	878.047
di pertinenza di terzi	117.402	178.439
di pertinenza del Gruppo	193.822	699.608

Rendiconto Finanziario

RENDICONTO FINANZIARIO	30/06/2019	30/06/2018
FLUSSO DI CASSA GESTIONE CORRENTE		
Utile derivante da attività continuative	344.810	762.917

Imposte di competenza	228.102	214.949
Oneri e proventi finanziari di competenza	672.871	592.236
Rettifiche per elementi non monetari	206.976	(77.201)
Ammortamenti immobilizzazioni immat.	1.575.793	1.258.400
Ammortamenti immobilizzazioni materiali	329.787	301.146
Ammortamento diritto d'uso	519.461	-
Accantonamenti	215.572	282.492
Utilizzi fondi	(286.224)	(393.945)
Imposte (pagate)	(194.967)	(428.299)
Oneri e proventi finanziari incassati/pagati	(631.945)	(513.679)
<i>Variazioni attività e passività operative:</i>		
Crediti commerciali	(2.724.777)	(2.162.051)
Rimanenze	(431.442)	(726.528)
Debiti commerciali	1.973.684	(745.732)
Debiti tributari	98.910	875.593
Altri debiti/crediti correnti e non	1.015.804	(221.910)
Crediti e debiti società del gruppo	(12.592)	1.628.302
FdC NETTO GENERATO (ASSORBITO)	2.898.872	646.690
DALLE ATTIVITA' OPERATIVE (A)		
Incassi vendita immobilizzazioni materiali	66.224	-
Investimenti immobilizzazioni immateriali	(1.040.220)	(1.472.168)
Immobilizzazioni materiali	(242.724)	(639.074)

Acquisizione società controllate	-	(1.918.549)
FdC NETTO GENERATO (ASSORBITO) DALL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (B)	(1.216.720)	(4.034.149)
Erogazioni passività finanziarie a lungo	7.820.000	927.660
Rimborso passività finanziarie a lungo	(3.286.476)	(3.082.261)
Variazione netta delle altre passività finanziarie correnti	301.182	1.602.783
Aumenti di capitale sociale e versamenti c/copertura perdite	-	113.400
Dividendi pagati a soci terzi	(41.839)	-
FdC NETTO GENERATO (ASSORBITO) DALL'ATTIVITA' FINANZIARIA (C)	4.792.869	(434.844)
FLUSSO DI CASSA COMPLESSIVO (D)	6.475.021	(3.822.303)
DISPONIBILITA' LIQUIDE NETTE ALL'INIZIO DEL PERIODO (E)	1.145.883	5.945.722
EFFETTO CAMBIO	3.909	(4.753)
DISPONIBILITA' LIQUIDE NETTE ALLA FINE DEL PERIODO (F=D+E)	7.624.813	2.118.666

RENDICONTO FINANZIARIO	30/06/2019	30/06/2018
FdC NETTO GENERATO (ASSORBITO) DALLE ATTIVITA' OPERATIVE (A)	2.898.872	646.690

FdC NETTO GENERATO (ASSORBITO)	(1.216.720)	(4.034.149)
DALL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (B)		
FdC NETTO GENERATO (ASSORBITO)	4.792.869	(434.844)
DALL'ATTIVITA' FINANZIARIA (C)		
FLUSSO DI CASSA COMPLESSIVO	6.475.021	(3.822.303)
(D=A+B+C)		

Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura del periodo ed evoluzione prevedibile

Fra i principali eventi intervenuti dopo la chiusura del semestre, è importante richiamare l'emissione, in data 31 luglio 2019, da parte di CLABO S.p.A., del primo mini-bond a supporto del capitale circolante, per un controvalore massimo di mezzo milione di euro e scadenza di 12 mesi. L'emissione è denominata "MINIBOND SHORT TERM CLABO S.P.A. 4% CALLABLE" e lo strumento è quotato sul mercato professionale ExtraMOT PRO con un rendimento previsto per i sottoscrittori del 4% lordo a scadenza. Sono già previste altre emissioni nel prossimo futuro per ulteriori massimi 2,5 milioni di euro. Lo strumento, andando a soddisfare le esigenze di copertura del circolante, potrà convenientemente integrare le attuali linee di credito bancarie.

Per quanto riguarda l'evoluzione prevedibile della gestione nel 2019, il Gruppo conferma le linee strategiche intraprese e le prospettive future prevedono un significativo sviluppo attraverso quattro direttrici: a) internazionalizzazione; b) diversificazione; c) innovazione; d) Efficientamento produttivo.

Il nuovo piano industriale 2018-2022, approvato dall'organo amministrativo e presentato in Borsa ed ai mercati finanziari ad aprile 2018, recepisce obiettivi coerenti con gli indirizzi strategici indicati; anzitutto, l'integrazione organizzativa e la crescita delle due aziende produttive estere acquisite di recente coinvolgeranno in gran parte le attività e gli investimenti del gruppo volti a perseguire i primi due obiettivi indicati. Con riguardo invece all'obiettivo di efficientamento, è proseguito il progetto strategico di riqualificazione produttiva del sito di Jesi e di Filadelfia, che si sta completando con un investimento complessivo di circa 4 milioni di euro, in parte finanziato dall'intervento agevolato di Invitalia S.p.A. in forza del bando per le aree di crisi. Per quanto attiene invece l'orientamento all'Innovazione, da sempre una spinta primaria e principale chiave di successo del Gruppo, prosegue incessantemente l'attività di R&D con lo sviluppo di nuovi modelli innovativi sotto il profilo delle soluzioni tecnologiche, in grado di migliorare le prestazioni nel rispetto dei vincoli di efficienza energetica. Le proposte di prodotto si distingueranno sempre per un elevato design, caratterizzante il tanto ricercato Made in Italy. Si proseguirà nel progetto di integrazione con le consociate Clabo Easy Best ed Howard McCray, nel segno della ricerca delle maggiori sinergie possibili sia sotto il profilo tecnico-produttivo che sotto quello commerciale. I nuovi impianti produttivi per la lavorazione dell'alluminio e del legno sono a regime e dal loro utilizzo sono attesi significativi miglioramenti dell'efficienza produttiva e della marginalità. Nel 2020 si presterà ancora massima attenzione alla riduzione del magazzino ed all'aumento delle entrate di cassa a supporto della crescita indicata.

2.2 - IL CASO CLEANBNB: SETTORE DEI SERVIZI

2.2.1 Informazioni finanziarie selezionate relative agli esercizi pre-quotazione

Nel presente paragrafo vengono fornite informazioni finanziarie relative ai dati dell'Emittente per l'esercizio 2018, comparate con i dati del bilancio d'esercizio 2017 non sottoposto a revisione contabile. L'Emittente ha predisposto il primo bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018, consolidando integralmente le neocostituite società, controllate al 100%, CleanBnB Roma e CleanBnB Real Estate S.r.l. Lo stato patrimoniale consolidato al 31 dicembre 2018 viene comparato con lo stato patrimoniale dell'Emittente al 31 dicembre 2017, poiché il gruppo è stato costituito nel 2018; i dati risultano comunque omogenei, in quanto le società controllate svolgono attività commerciali complementari alla controllante e la loro operatività è limitata.

Dati patrimoniali selezionati

	Bilancio Consolidato 31/12/2018	Bilancio Civile 31/12/2017
Attivo fisso	431.005	126.628
Attività correnti	456.598	183.428
Passività correnti	971.890	392.300
Capitale Circolante Netto*	(515.292)	(208.872)
Capitale investito Netto**	(100.339)	(83.854)
Posizione Finanziaria Netta***	(445.683)	(253.423)
Patrimonio Netto	345.344	169.569

Mezzi propri e indebitamento finanziario netto	(100.339)	(83.854)
---	-----------	----------

(*) Il Capitale Circolante Netto (CCN) è calcolato come attivo circolante al netto delle passività a breve, ad esclusione delle attività e passività finanziarie.

(**) Il Capitale Investito Netto è dato dalla somma di Capitale Circolante Netto ed Attivo Fisso al netto delle passività a lungo termine.

(***) La Posizione Finanziaria Netta (PFN) indica il saldo delle disponibilità liquide e dei crediti di natura finanziaria al netto degli indebitamenti finanziari.

L'incremento nell'Attivo fisso è dovuto principalmente alle immobilizzazioni immateriali, il cui valore risulta più che triplicato per gli investimenti in attività di sviluppo ed implementazione di software, piattaforme online, data management e processi di analisi dei fattori di mercato. Le immobilizzazioni finanziarie, invece, riguardano l'investimento nella CleanBnB Veneto S.r.l., importante partner operativo nei capoluoghi veneti, partecipata per il 15%.

La Posizione Finanziaria Netta nei due periodi è negativa (eccesso di cassa), costituita solo dalle somme depositate sui conti correnti presso primari istituti di credito e dalle giacenze di cassa. Al 31 dicembre 2018 la Società non possedeva né crediti finanziari, né affidamenti bancari né obbligazioni.

Il Patrimonio Netto al 31-12-2018 ammonta a 345.344 euro, variato rispetto al 2017 a causa dell'aumento di capitale sociale per complessivi 500.000 euro tra capitale e riserva sovrapprezzo, deliberato dall'Assemblea Straordinaria in data 15 febbraio 2018. Negli ultimi esercizi sono state registrate delle perdite, seppur di moderata entità.

Principali investimenti

Si riportano di seguito le immobilizzazioni immateriali e materiali dell'Emittente:

	31/12/2018	31/12/2017
Immobilizzazioni Immateriali	421.233	124.778
Costi di impianto e ampliamento (costituzione Società e <i>crowdfunding</i>)	24.897	2.364
Costi di sviluppo ed implementazione (software, piattaforme, digital marketing)	364.580	122.414
Concessioni, licenze, marchi e simili (deposito marchio CleanBnB)	1.156	0
Immobilizzazioni in corso (quotazione)	30.600	0
Immobilizzazioni Materiali	9.397	1.475
Immobilizzazioni Finanziarie	375	375
Partecipazioni in collegate (Veneto)	375	375
Attivo fisso	431.005	126.628

Dati economici selezionati

	Bilancio consolidato	Bilancio civilistico
	31/12/2018	31/12/2017
Totale Valore della produzione	1.539.208	465.986
Totale Costi della produzione	(1.913.844)	(592.782)
EBITDA	(374.636)	(126.796)

Ammortamenti e svalutazioni	(65.217)	(7.827)
EBIT	(439.853)	(134.623)
Risultato Netto	(324.225)	(135.131)

EBITDA	(374.636)	(126.796)
Spese non ricorrenti	145.253	0
EBITDA Adjusted *	(229.383)	(126.796)

(*) EBITDA Adjusted rappresenta l'EBITDA al netto delle spese non ricorrenti.

I costi non ricorrenti nel 2018 rappresentano spese straordinarie sostenute nell'anno e legate all'aumento di capitale di 500.000 euro, tra cui costi di consulenza e notarili.

I Ricavi (1.189.984 euro) si riferiscono ai proventi realizzati per lo svolgimento delle attività di gestione dei soggiorni e degli appartamenti, e includono le componenti:

- Ricavi da service fee, per servizi prestati ai proprietari degli appartamenti;
- Ricavi da cleaning fee, per servizi di pulizia e lavanderia degli appartamenti;
- Ricavi da maintenance fee, per il riaddebito dei costi di manutenzione ai proprietari.

L'incremento dei Costi per servizi (€ 1.412.970), quasi triplicati, è imputabile al relativo incremento dei ricavi, in quanto il Gruppo nel 2018 ha registrato una notevole espansione delle attività, portando a un deciso aumento del portafoglio clienti da gestire e sviluppare. Tali servizi riguardano: commissioni Booking, pulizia/lavanderia, manutenzione, collaborazioni occasionali, consulenze varie, altri servizi.

Dati selezionati dei flussi di cassa

	Bilancio consolidato 31/12/2018	Bilancio civilistico 31/12/2017
Flusso finanziario operativo (A)	61.853	102.233
Flusso finanziario investimento (B)	(369.595)	(130.978)
Flusso finanziario finanziamento (C)	499.061	200.939
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)	191.319	172.194
Totale disponibilità liquide iniziali	0	82.170
Effetto sulle disponibilità per la variazione area di consolidamento	254.364	0
Totale disponibilità liquide finali	445.683	254.364

Focus su EBITDA 2018

Ipotizzando che la Società si concentri esclusivamente sul proprio *core business*, è stato calcolato il Margine Lordo medio quale indicatore di redditività per soggiorno.

Sono stati inclusi i costi variabili che la società ha sostenuto per la sua operatività (personale diretto e costi per servizi legati agli immobili), che nel 2018 erano di euro 1.273.263, escludendo i costi non ricorrenti di struttura e per l'aumento di capitale.

Incasso per soggiorno	272,78 €	<ul style="list-style-type: none"> • Il numero di soggiorni nel 2018 è stato pari a 11.830. • L'incasso medio per soggiorno 2018 risente negativamente dell'impatto degli immobili appena avviati, che scontano tariffe medie più basse. L'incasso medio per soggiorno per gli appartamenti che operano già a regime (attivi da almeno 6 mesi) risulterebbe più elevato.
<i>Service fee</i>	70,32 €	
<i>Cleaning fee</i>	32,70 €	
<i>Maintenance fee</i>	2,17 €	
<i>OTA fee</i>	24,92 €	
Fatturato per soggiorno	130,11 €	
<i>Reservation</i>	11,45 €	
<i>Property</i>	4,36 €	
<i>Key Holders</i>	20,71 €	
Pulizie e lavanderia	40,52 €	
Spese di incasso	3,50 €	
Maintenance fee	2,17 €	
OTA fee	24,92 €	
Costi per soggiorno	107,63 €	
Gross Margin per soggiorno	22,48 €	
<i>% su Ricavi</i>	17,27%	

Gli appartamenti attivi (appartamenti già pubblicizzati online) a fine 2018 ammontavano a 323, ma non tutti sono stati pienamente attivi nel corso dell'anno, crescendo rispetto ai 90 di gennaio. Il numero di appartamenti FTE (attivi per l'intero anno solare), media ponderata degli appartamenti attivi nei 12 mesi, risulta pari a 155. Al 31 dicembre 2018 gli immobili in portafoglio, includendo sia gli immobili già attivi-online sia gli immobili contrattualizzati ma non ancora a reddito, ammontavano a 420.

2.2.2 Fattori di rischio relativi all'Emittente

Rischi connessi alla dipendenza da figure chiave

Lo sviluppo e il successo del Gruppo dipendono in maniera significativa dalle capacità del *management* e, soprattutto, di Francesco Zorgno e Tatiana Skachko, che hanno un ruolo determinante nella definizione delle strategie e nella gestione dell'attività tipica. Non si può escludere che qualora uno dei componenti del *management* cessasse di ricoprire il ruolo svolto, si possano avere effetti negativi sulle prospettive di crescita.

Rischi legati ai rapporti con la clientela

Nello svolgere la propria attività, il Gruppo sottoscrive con gli ospiti contratti di durata annuale o superiore, con rinnovo automatico salva disdetta almeno due mesi prima della scadenza, esponendosi al rischio che i rapporti non siano rinnovati.

I mancati rinnovi sono pari a circa il 15% per il 2018: il 75% di essi è dovuto a una decisione dell'*host* di cambio di destinazione d'uso dell'immobile.

L'eventuale perdita progressiva degli *host* con cui esiste un rapporto o l'incapacità di attrarne di nuovi potrebbero ridurre la capacità competitiva e sviluppo del Gruppo.

Rischi connessi alla limitata storia operativa e finanziaria dell'Emittente

L'Emittente è stato costituito il 21 gennaio 2016 e, pertanto, ha una limitata storia.

In considerazione della ridotta disponibilità di informazioni patrimoniali ed economico-finanziarie storiche in base alle quali valutare l'andamento della gestione, risulta complesso valutare la capacità del *management* di perseguire gli obiettivi strategici.

Inoltre, il Gruppo non vanta rapporti consolidati con fornitori e clienti, né un marchio troppo noto, né dispone di ampie informazioni relative al mercato di riferimento.

Rischi connessi all'incertezza circa il conseguimento di utili e di dividendi

La Società ha sostenuto notevoli costi relativi alla fase *start-up* della propria attività, a fronte di ricavi ancora limitati anche alla luce dei tempi necessari a sviluppare e diffondere il proprio *business model* e rete immobiliare e affermare il proprio marchio.

Nell'esercizio 2018 l'EBIDTA e il risultato operativo sono stati negativi, inasprando i valori del 2017. Il Gruppo, in accordo al Piano Industriale 2019-2025, prevede di generare perdite anche negli esercizi 2019 e 2020 e, solo a partire dal 2021, ci si attende il conseguimento di utili, dovuti alla crescita degli *host*-clienti e sedi operative.

Rischi connessi al Piano Industriale e all'utilizzo di stime all'interno del Documento

La capacità del Gruppo di incrementare i ricavi e livelli di redditività dipende anche dal successo nella realizzazione della propria strategia di crescita e di sviluppo.

In data 18 giugno 2019, il CdA della Società ha approvato il Piano Industriale 2019-2025, e gli obiettivi individuati si basano sullo scenario macroeconomico atteso.

Le principali assunzioni alla base dei dati previsionali per il 2019, 2020 e 2021 sono:

- (i) sottoscrizione dell’Aumento di Capitale per 2,5 milioni di Euro entro luglio 2019;
- (ii) crescita del mercato dell’affitto breve sia come appartamenti attivi sia come arrivi turistici, sulla base delle stime di crescita attese, confermate da ricerche di mercato;
- (iii) incremento del portafoglio immobili, dovuto sia al numero di appartamenti attivi sul mercato sia alla capacità dell’Emittente di acquisirne altri nel tempo;
- (iv) espansione in nuove località, sia in Italia che all’estero, dovuto alla capacità dell’Emittente di attivare nuove piazze, in cui non è ancora riconosciuto come *brand*.

Le principali linee di sviluppo alla base della **strategia** del Gruppo prevedono: a) l’ampliamento del numero di immobili in gestione adeguatamente redditizi, mediante attività di *marketing* che richiedono significativi investimenti e che promuoveranno il marchio e la sua conoscenza; b) lo sviluppo delle risorse umane; c) lo sviluppo di una tecnologia software di revenue management per ottimizzare le prenotazioni.

La strategia di espansione implica un rapido sviluppo in termini di clienti e di servizi prestati. Ciò implicherà una più complessa articolazione del Gruppo e della sua attività, e se esso non fosse in grado di coordinare efficacemente i vari fattori di sviluppo e riorganizzazione necessari, potrebbe non riuscire a perseguire i suoi obiettivi strategici.

In generale, la capacità del Gruppo di compiere le azioni strategiche e rispettare gli obiettivi del Piano, di sostenere i livelli di crescita previsti ed i relativi investimenti,

nonché di ottenere il rendimento dagli investimenti previsto, dipende da assunzioni e circostanze alcune delle quali al di fuori del controllo del management del Gruppo.

Rischi connessi ai rapporti con le Online Travel Agency

Il Gruppo promuove la locazione di breve periodo degli immobili degli *host* in gran parte mediante le *online travel agency* (OTA), portali di prenotazione *online*⁹ per l'incontro tra domanda e offerta di questo tipo di servizi.

Il Gruppo utilizza i servizi delle OTA mediante adesione ai termini contrattuali standard predisposti, senza accesso a condizioni di vantaggio né a un potere negoziale rilevante.

Un'eventuale interruzione dei servizi prestati, dovuta alla cessazione del rapporto contrattuale da parte loro o all'impossibilità per esse di svolgere il proprio servizio di intermediazione, nonché modifiche svantaggiose di termini contrattuali praticati, potrebbero limitare la capacità del Gruppo di offrire in locazione gli immobili degli *host*, con conseguenze negative sulla situazione economica-finanziaria.

Rischi connessi al funzionamento e alle violazioni dei sistemi informatici

Il Gruppo è esposto al rischio di malfunzionamento o interruzione dei sistemi informatici di cui si avvale per svolgere la propria attività. Infatti l'attività è svolta attraverso un *software* che combina moduli proprietari e moduli forniti da terzi, fondamentale per garantire una gestione efficace della propria offerta di servizi.

Il Gruppo utilizza varie infrastrutture tecnologiche, tra cui: (i) le piattaforme *software*; (ii) i *data center*; (iii) i *database* addetti alla conservazione delle informazioni sui clienti.

Tali infrastrutture tecnologiche possono essere esposte a molteplici rischi operativi derivanti da guasti alle apparecchiature (server), interruzioni del lavoro o connettività,

⁹ Airbnb, Booking.com, Expedia.

errori di programmazione, perdite o furto di dati, violazioni dei sistemi di sicurezza, condotte illecite di terzi e/o eventi di natura eccezionale che, qualora si verificassero, potrebbero pregiudicare il funzionamento dei sistemi e costringere all'interruzione totale o parziale dell'attività. Il Gruppo utilizza anche *software* e componenti che possono contenere errori o difetti di sicurezza, idonei a logorare la qualità del servizio.

Rischi connessi alla raccolta, conservazione e trattamento di dati personali

Nello svolgimento della propria attività, il Gruppo raccoglie, conserva e tratta i dati degli *host*, dei *guest*, dei propri dipendenti, collaboratori e fornitori con l'obbligo di attenersi alle vigenti norme in materia di tutela dei dati personali. Il Gruppo è quindi esposto al rischio che i dati sensibili personali dei clienti siano sottratti, persi, divulgati. I responsabili possono essere chiamati a rispondere per le conseguenze derivanti da illecito trattamento dei dati e ogni altra violazione prevista dal Codice della privacy e nuovo "*Regolamento Generale sulla Protezione dei Dati*"¹⁰ in tema di protezione e trattamento dei dati personali a tutela delle persone fisiche.

Finora non si sono verificati particolari casi di violazione dei dati personali e delle leggi a loro tutela oggetto di azioni di responsabilità, richieste di risarcimento danni o applicazione di sanzioni amministrative da parte dell'Autorità Garante.

Il Gruppo ha adottato e implementato i necessari presidi volti a prevenire accessi non autorizzati o la perdita dei dati, rivelatesi finora adeguati e giustamente applicati.

Rischi connessi alla strategia di espansione internazionale del Gruppo

Nell'esercitare le proprie attività in mercati e ordinamenti diversi e nel perseguire la propria strategia di espansione internazionale, in particolare nel Mediterraneo, il

¹⁰ GDPR, applicabile nei paesi dell'UE dal maggio 2018.

Gruppo sarà esposto a crescenti complessità gestionali e a una serie di rischi connessi alle condizioni economico-sociali e politiche generali di diversi paesi, tra cui: fluttuazioni nel tasso di cambio, restrizioni agli scambi internazionali, instabilità dei mercati azionari, limitazioni agli investimenti stranieri, instabilità politiche, eventi bellici o terroristici, diversità dei regimi tributari e legali.

Rischi connessi ai pagamenti online

I *guest* corrispondono il corrispettivo dovuto per la locazione solo con modalità di pagamento *online*, per mezzo di carte di credito/debito, bonifici bancari e PayPal. Tali modalità di pagamento prevedono diverse commissioni per l'elaborazione dei movimenti *online*, che potrebbero aumentare nel tempo, con un aumento dei costi operativi e una riduzione dei margini per gli *host* e, conseguentemente, per il Gruppo. Il Gruppo è soggetto altresì alle disposizioni che regolano i circuiti e metodi di pagamento e i trasferimenti elettronici di denaro, che potrebbero variare, rendendone più difficoltosa e costosa l'ottemperanza. Qualora il Gruppo non riuscisse a rispettare tali norme, potrebbe essere soggetto a penali o a maggiori commissioni sulle operazioni e, in casi estremi, potrebbe non essere più in grado di accettare pagamenti con carte di credito e debito dei propri clienti o di elaborare i trasferimenti elettronici di denaro, cause che genererebbero un'interruzione dell'offerta dei propri servizi.

Rischio reputazionale legato al posizionamento del marchio

Il successo del Gruppo è legato in misura rilevante alla percezione del proprio marchio sul mercato, nonché al gradimento dei propri servizi da parte degli *host* e *guest*.

Non vi è garanzia che la strategia di promozione del marchio adottata e le attività di *marketing* e comunicazione che il Gruppo intende adottare nel futuro possano consentire di raggiungere gli attesi obiettivi di diffusione presso gli *host* e i *guest*.

I risultati del Gruppo dipendono dai fattori sopra citati, in quanto la percezione di un'elevata qualità dei servizi può determinare un alto livello di fidelizzazione dei *guest*, che saranno disposti ad attribuire un valore superiore all'offerta, con maggiori ricavi e attrattività per gli *host*. Effetti negativi si avrebbero ovviamente in caso contrario.

Rischi connessi a conflitti di interessi di alcuni Amministratori

I seguenti componenti del CdA potrebbero essere portatori di interessi di terzi rispetto ad alcune operazioni della Società, detenendovi partecipazioni azionarie e ricoprendo cariche negli organi amministrativi di società nella catena di controllo dell'Emittente:

- Francesco Zorgno, titolare di una partecipazione pari al 45% del capitale sociale di GuestHost S.r.l., a sua volta titolare di una partecipazione pari al 50,5% del capitale sociale dell'Emittente; egli è inoltre amministratore unico di New Future Energy S.r.l., nonché socio e amministratore unico di Swing City S.r.l., società titolari insieme di una partecipazione di circa l'1% del capitale sociale dell'Emittente;
- Tatiana Skachko è titolare di una partecipazione del 10% del capitale sociale di GuestHost S.r.l., titolare di una partecipazione del 50,5% del capitale dell'Emittente.

Rischi legati al sistema di controllo di reporting ed alla mancata adozione del modello di organizzazione e gestione del D. Lgs. 231/2001

Il sistema di *reporting* del Gruppo è caratterizzato, ad ora, da processi manuali di raccolta ed elaborazione dei dati. La Società, però, ha già elaborato alcuni interventi di

integrazione ed automazione della reportistica per ridurre il rischio di errore ed aumentare la tempestività e chiarezza dei flussi di dati a supporto del management. L'Emittente non ha però adottato il modello, non obbligatorio, di organizzazione, gestione e controllo per prevenire la commissione di illeciti penali previsti dal D. Lgs. 231/2001, che prevede una responsabilità amministrativa degli enti per effetto di reati commessi da amministratori, dirigenti e dipendenti nell'interesse degli enti stessi. Tale normativa prevede che l'ente sia esonerato da tale responsabilità qualora dimostri di aver adottato ed efficacemente attuato un idoneo modello di controllo. La mancata adozione del Modello 231 potrebbe esporre la Società, al verificarsi dei presupposti previsti, all'applicazione di sanzioni e a conseguenze reputazionali.

Rischi connessi alla qualifica dell'Emittente quale PMI Innovativa

L'Emittente è una PMI Innovativa ai sensi dell'art. 4 del D.L. n.3/2015, convertito con modificazioni dalla L. n.33/2015 (c.d. Investment Compact); ai sensi di tale articolo, i soggetti che investano in una PMI Innovativa hanno diritto ad alcuni benefici fiscali. Il mantenimento della qualifica di PMI Innovativa è subordinato al soddisfacimento di alcune condizioni, incluso il possesso di almeno due dei seguenti requisiti: la titolarità o licenza di diritti di privativa industriale, spese di ricerca e sviluppo uguali o superiori al 3% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione e l'impiego di personale in possesso di dottorato di ricerca o laurea magistrale in date proporzioni. Sebbene la Società attualmente soddisfi le condizioni per il mantenimento della qualifica, non è possibile escludere che in futuro vengano meno e che la stessa quindi non possa essere più considerata una PMI Innovativa. In tal caso, la Società potrebbe perdere i benefici collegati, mentre gli investitori le agevolazioni fiscali previste.

La normativa è stata di recente rivisitata, precisando che i benefici fiscali per gli investitori riguardano solo le azioni di nuova emissione e non quelle già in circolazione.

Rischi connessi al governo societario e al differimento di certe previsioni statutarie

L'Emittente ha introdotto, nello Statuto, un sistema di governance trasparente e ispirato ai principi stabiliti nel TUF e nel Codice di Autodisciplina. Si segnala, tuttavia, che gli attuali organi di amministrazione e controllo della Società non sono stati eletti sulla base del voto di lista previsto dallo Statuto, dato che i meccanismi di nomina degli organi sociali a garanzia delle minoranze troveranno applicazione solo alla data di cessazione dalla carica degli attuali organi sociali, i quali rimarranno in carica fino all'approvazione del bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2021.

Rischi connessi all'evoluzione della normativa sulle locazioni di breve durata

Il Gruppo offre ai propri clienti anche servizi riguardo agli adempimenti per la finalizzazione di contratti di locazione di breve durata presso le autorità locali. La normativa è generalmente definita dalle suddette autorità, che definiscono le comunicazioni da effettuare nel caso in cui il proprietario dell'immobile intenda sottoscrivere questi contratti. Qualora il Gruppo non fosse in grado di adeguarsi all'evoluzione della normativa, potrebbero aversi effetti reputazionali negativi. Si segnala inoltre che le autorità pubbliche, sia locali che nazionali, potrebbero adottare disposizioni volte a limitare la possibilità di affittare immobili per brevi periodi o rendere più difficoltose tali attività, limitando il numero di *host* cui potersi rivolgere.

2.2.3 Fattori di rischio relativi alla quotazione delle Azioni

Rischi connessi alla negoziazione su AIM Italia, sua liquidità e volatilità di prezzo

L'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia implica vantaggi in termini di immagine e visibilità, nonché in termini di raccolta di risorse finanziarie per il rafforzamento della struttura patrimoniale della Società e il perseguimento degli obiettivi strategici.

Tuttavia, le Azioni non sono quotate su un mercato regolamentato e, sebbene vengano scambiate su un sistema multilaterale di negoziazione continua, non è possibile garantire che si formi o si mantenga un mercato liquido per le Azioni. Queste, pertanto, potrebbero presentare problemi di liquidità indipendenti dall'Emittente, poiché le richieste di vendita potrebbero non trovare adeguate e tempestive contropartite. Inoltre, alle Società ammesse all'AIM non si applicano le norme previste per le società quotate su un mercato regolamentato e, in particolare, le regole sulla *corporate governance* previste dal TUF, salvo alcune eccezioni.¹¹

Inoltre, a seguito dell'ammissione sull'AIM, il prezzo di mercato delle Azioni potrebbe fluttuare in base a una serie di fattori ed eventi alcuni dei quali fuori dal controllo della Società, e potrebbe, pertanto, non riflettere i risultati operativi della Società.

Rischi connessi alla diluizione in caso di mancato esercizio dei Warrant

I *Warrant* sono abbinati gratuitamente a tutti gli azionisti titolari di Azioni alla data di inizio delle negoziazioni, incluse le Azioni sottoscritte nel Collocamento Privato.

In caso di mancato esercizio dei Warrant entro il termine del 27 maggio 2022 e di contestuale esercizio da parte di altri azionisti, i titolari di Azioni che non eserciteranno i Warrant subiranno una diluizione della partecipazione detenuta nell'Emittente.

Rischi connessi alla possibilità di revoca dalla negoziazione su AIM per l'Emittente

Ai sensi del Regolamento Emittenti, Borsa Italiana potrebbe disporre la revoca dalla negoziazione degli strumenti finanziari dell'Emittente, nei casi in cui:

- entro due mesi dalla data di sospensione dalle negoziazioni per sopravvenuta assenza del Nomad, l'Emittente non provveda alla sostituzione dello stesso;
- gli strumenti finanziari siano stati sospesi dalle negoziazioni per almeno sei mesi;
- la revoca sia approvata da soci che raggiungano il 90% dei voti degli azionisti riuniti.

Rischi legati ai vincoli di indisponibilità delle Azioni assunti dagli azionisti

GuestHost S.r.l., socio che rappresenta il 50,5% del capitale sociale dell'Emittente, ha assunto nei confronti del Nomad impegni di lock up riguardanti la totalità delle partecipazioni detenute nella Società per 12 mesi dall'inizio delle Negoziations. Lo stesso impegno è stato assunto, nei confronti del Nomad, dallo stesso Emittente. A tal proposito, la cessione di Azioni dei soggetti ora vincolati con il Nomad potrebbe comportare oscillazioni negative del valore di mercato delle Azioni.

Principali azionisti

¹¹ quali le norme applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante e alcune norme relative alle OPA, alle partecipazioni rilevanti, nonché al voto di lista per la nomina del CdA e del collegio sindacale, citate nello Statuto Sociale.

Alla Data di Inizio delle Negoziazioni delle Azioni su AIM Italia, il capitale sociale dell'Emittente, all'esito della sottoscrizione delle n. 1.959.566 Azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale, sarà detenuto come segue:

Socio	Numero azioni	% Capitale sociale
GuestHost S.rl.	2.525.266	36,29%
Boost Heroes S.p.A.	275.554	3,96%
Algebra Capital S.r.l.	261.866	3,76%
Altri azionisti <5%	2.058.368	29,57%
di cui		
<i>Altri azionisti >1% (9 azionisti)</i>	<i>729.978</i>	<i>10,49%</i>
<i>Altri azionisti 0,1%-1% (60 azionisti)</i>	<i>968.246</i>	<i>13,91%</i>
<i>Altri azionisti <0,1% (227 azionisti)</i>	<i>360.144</i>	<i>5,17%</i>
Mercato	1.838.512	26,42%
TOTALE	6.959.566	100,00%

Nella tabella seguente è illustrata la compagine azionaria dell'Emittente all'esito dell'Aumento di Capitale a servizio dei Warrant, assumendo l'integrale esercizio dei Warrant e la correlativa integrale sottoscrizione delle Azioni di Compendio da parte di tutti i soci a cui i Warrant sono stati attribuiti (*i.e.* effetto diluitivo nullo per i soci attuali).

Socio	Numero azioni	% Capitale sociale
GuestHost S.rl.	3.787.899	36,29%
Boost Heroes S.p.A.	413.331	3,96%
Algebra Capital S.r.l.	392.799	3,76%
Altri azionisti <5%	3.087.552	29,57%
Mercato	2.757.768	26,42%
TOTALE	10.439.349	100,00%

Nella tabella seguente è illustrata la compagine azionaria dell'Emittente all'esito dell'Aumento di Capitale a servizio dei Warrant, assumendo l'integrale esercizio dei Warrant e la correlativa integrale sottoscrizione delle Azioni di Compendio unicamente da parte di terzi (*i.e.* massimo effetto diluitivo per i soci attuali).

Socio	Numero azioni	% Capitale sociale
GuestHost S.rl.	2.525.266	32,05%
Boost Heroes S.p.A.	275.554	3,50%
Algebra Capital S.r.l.	261.866	3,32%
Altri azionisti <5%	2.058.368	26,13%
Mercato	2.757.768	35,00%
TOTALE	7.878.822	100,00%

Ammontare e percentuale della diluizione immediata derivante dall'offerta

L'Aumento di Capitale è stato offerto in sottoscrizione a terzi nel Collocamento Privato, non agli attuali azionisti. Il valore del patrimonio netto per azione a fine 2018 era di € 0,074 mentre il prezzo di sottoscrizione delle Azioni nell'Aumento di Capitale era di € 2.

Descrizione dell'evoluzione del capitale azionario nell'ultimo esercizio (2019)

Alla Data del Documento di Ammissione, il capitale sociale dell'Emittente, interamente sottoscritto e versato, è pari a nominali 50.000 euro, costituito da 5.000.000 Azioni.

In data 24 maggio 2019, l'assemblea straordinaria dell'Emittente ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, in via scindibile, per massimi Euro 25.000 oltre sovrapprezzo, anche in più *tranche*, con esclusione del diritto di opzione, mediante emissione di massime 2.500.000 **azioni** prive di valore nominale a godimento regolare, a servizio della procedura di quotazione. Le azioni emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale saranno collocate presso (i) "investitori qualificati" italiani, come definiti dal TUF e dal Regolamento Consob n. 11971/1999; (ii) investitori istituzionali esteri al di fuori degli USA con l'esclusione di Canada, Giappone e Australia, ai sensi del Securities Act del 1933, nonché (iii) investitori diversi da quelli Qualificati in Italia.

Il termine finale per la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale è fissato al 30 dicembre 2020, e potrà aver luogo anche dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli sull'AIM Italia. Nella stessa data, l'Assemblea straordinaria ha anche deliberato di emettere massimi 3.750.000 **warrant**, da assegnarsi gratuitamente, alla data di inizio negoziazioni nel rapporto di 1 Warrant ogni 2 azioni, a tutti coloro che risulteranno azionisti prima della Data di Ammissione e a coloro che lo diverranno in seguito all'Aumento Privato.

Conseguentemente, l'Assemblea straordinaria ha deliberato l'Aumento di Capitale, in via scindibile, fino ad un massimo di 37.500 euro, oltre sovrapprezzo, con emissione di massime 3.750.000 Azioni di Compendio, prive di valore nominale, da riservare all'esercizio dei Warrant (rapporto di sottoscrizione 1:1).

Il 17 luglio 2019, poi, il CdA ha deliberato, tra l'altro: di fissare in 2,00 euro il prezzo di sottoscrizione per ogni Azione riveniente dall'Aumento di Capitale; di stabilire in 1.959.566 il numero di Azioni da emettere nell'Aumento di Capitale e dunque in 3.919.132,00 euro l'ammontare definitivo dell'Aumento.

E' stato poi deliberato di assegnare, anche tenuto conto delle azioni sottoscritte nel Collocamento Privato, gratuitamente 3.479.783 Warrant nel rapporto di 1 Warrant ogni 2 Azioni a favore di tutti coloro che ne avevano diritto.

I Warrant circolano separatamente rispetto alle Azioni cui sono abbinati e saranno liberamente trasferibili. I portatori di *Warrant* potranno richiedere di sottoscrivere le Azioni di Compendio:

- dal 18 al 29 maggio 2020, a un prezzo di esercizio di 2,20 euro per ogni Azione;
- dal 17 al 28 maggio 2021, a un prezzo di esercizio di 2,42 euro per ogni Azione;
- dal 16 al 27 maggio 2022, a un prezzo di esercizio di 2,66 euro per ogni Azione.

I Warrant che non fossero presentati per essere esercitati entro il termine ultimo del 27 maggio 2022 decadranno da ogni diritto, divenendo privi di validità a ogni effetto.

Le Azioni di Compendio sottoscritte in esercizio dei Warrant avranno il medesimo godimento ed effetti delle Azioni in circolazione alla data di esercizio dei Warrant.

Accordi di lock-up

Le Azioni emesse dalla Società in virtù dell'Aumento di Capitale saranno liberamente disponibili e trasferibili, ad eccezione delle limitazioni di seguito indicate.

L'Emittente, per un periodo di 12 mesi dalla data di inizio delle negoziazioni, ha assunto nei confronti del Global Coordinator i seguenti impegni:

- a) non effettuare, direttamente o indirettamente, operazioni di vendita, trasferimento, atti di disposizione che abbiano per effetto l'attribuzione o il trasferimento a terzi (inclusa la concessione di diritti di opzione e prestito titoli) di Azioni emesse dalla Società dalla stessa detenute (o di altri strumenti finanziari con diritti inerenti o simili);
- b) non emettere né collocare (anche tramite terzi) sul mercato titoli della Società;
- c) non emettere né collocare sul mercato obbligazioni convertibili o scambiabili con, Azioni della Società o in buoni di acquisto o di sottoscrizione in Azioni della Società, ovvero altri strumenti finanziari che attribuiscano diritti inerenti o simili a tali titoli;
- d) non apportare modifiche alla dimensione e composizione del capitale della Società;
- e) non approvare né effettuare operazioni su strumenti derivati con gli stessi effetti.

Tali impegni potranno essere derogati solamente con il previo consenso scritto del Global Coordinator, il quale non potrà essere irragionevolmente negato o ritardato.

Restano in ogni caso escluse dagli impegni assunti dalla Società le operazioni effettuate (i) in ottemperanza a obblighi di legge o regolamentari o a provvedimenti di Autorità competenti e (ii) funzionali al passaggio della Società sul mercato regolamentato MTA.

Il socio GuestHost S.r.l., per un periodo di 12 mesi dalla data di inizio negoziazioni, con riferimento alla partecipazione detenuta nell'Emittente, ha assunto i seguenti impegni:

a) vedi sopra al punto a), con la precisazione che sia le Azioni eventualmente sottoscritte nell'ambito del Collocamento Privato sia i Warrant non rientrano in tale divieto di alienazione e, pertanto, i suddetti soci potranno liberamente disporne;

b) vedi sopra al punto e) dell'Emittente;

c) vedi sopra ai punti c) e d) dell'Emittente, fatta eccezione per gli aumenti di capitale effettuati ai sensi degli articoli 2446 e 2447 del cod. civ., sino alla soglia necessaria per il rispetto del limite legale, e gli aumenti di capitale a fronte di conferimenti in natura. Gli impegni assunti dal socio potranno essere derogati solamente previo consenso scritto del Global Coordinator, che non potrà essere irragionevolmente negato.

Restano in ogni caso escluse dagli impegni assunti dal socio:

- a) le operazioni di disposizione eseguite in rispetto di obblighi di legge o regolamentari;
- b) i trasferimenti in adesione ad un'offerta pubblica di acquisto/scambio sui titoli azionari rivolta a tutti i titolari di strumenti finanziari della Società, a patto che, qualora tale offerta pubblica non si perfezioni, i vincoli di lock-up riacquisteranno efficacia;
- c) eventuali trasferimenti del socio a favore di una o più società direttamente o indirettamente controllate dallo o controllanti lo stesso, ai sensi dell'art. 2359 c.c. a condizione che (i) il socio mantenga il controllo della società cessionaria e che (ii) il soggetto che diviene titolare di tali Azioni sottoscriva, aderendovi, l'accordo di lock-up.

Proventi netti totali e stima delle spese legate all'ammissione sull'AIM Italia

I proventi netti derivanti dal Collocamento Privato, al netto di spese e commissioni di collocamento, sono di circa 2,9 milioni di euro. Si stima che le spese legate al processo di ammissione delle Azioni dell'Emittente all'AIM Italia, comprese quelle di pubblicità e le commissioni di collocamento, ammontino a circa un milione di euro, a suo carico.

2.2.4 Panoramica delle attività aziendali

Premessa

Il Gruppo è attivo nel settore *hospitality* come operatore in Italia di *property management* per conto degli *host* titolari di immobili, per affitti brevi di appartamenti. CleanBnB, tramite una piattaforma integrata con i maggiori canali di prenotazioni di case e appartamenti per vacanze (*Online Travel Agency*), offre a soggetti titolari degli immobili, disposti ad affittarli per brevi periodi, un servizio che assorbe tutti gli adempimenti e le attività relative all'affitto stesso, semplificando la complessa gestione di un immobile da destinare a tale uso. La fonte principale dei ricavi del Gruppo è la percentuale variabile chiesta sui proventi dell'affitto pagato dagli ospiti. In particolare, nei confronti degli *host*, il Gruppo svolge attività di gestione delle prenotazioni e degli incassi, provvede alle attività di pulizia e gestione della biancheria, effettua la manutenzione e le ispezioni periodiche negli immobili, gestisce i vari adempimenti burocratici e assicurativi nonché l'accoglienza e *check-out* degli ospiti. Il Gruppo instaura dunque una relazione contrattuale con i soli *host* proprietari. Attualmente gli immobili in portafoglio del Gruppo sono quasi 700. I titolari degli immobili, di cui il 90% soggetti proprietari di uno o più appartamenti, provengono o da precedenti esperienze di affitto a lungo termine o esperienze di affitti brevi auto-gestite. I restanti sono società immobiliari specializzate nel *buy-to-rent* o *rent-to-rent*. Poiché la grande maggioranza dei titolari di immobili affitta solo un appartamento tramite il Gruppo, quest'ultimo non dipende da uno o più clienti dominanti. La soddisfazione dei *guest* è vitale per il raggiungimento degli obiettivi in termini di qualità del servizio offerto e di miglior *performance* degli immobili gestiti. Per questo,

si monitora il grado di soddisfazione dei *guest* anche tramite le loro valutazioni espresse sulle maggiori *OTA*, non avendo feedback diretti tramite contratto.

Il Gruppo ha iniziato la sua attività a Milano nel 2016, ampliando poi il suo raggio d'azione in nuove sedi - ora opera in 32 città - e programmando di estendere ulteriormente tale numero. La presenza diffusa, peculiarità del settore, consente una maggiore visibilità del marchio e una riduzione dell'effetto di stagionalità connesso ai flussi turistici. Le principali sedi in cui opera il Gruppo sono Milano (oltre 100 immobili in portafoglio), Roma (oltre 80 immobili), Bologna (oltre 50 immobili) e Firenze (oltre 40), con oltre 130 immobili in portafoglio in località di attrattività turistica stagionale, sia di mare (Lignano, Rimini, Taormina, Salento) che di montagna (Piemonte, Friuli).

A livello organizzativo, il Gruppo ha una società controllata, CleanBnB Roma S.r.l., che svolge le attività commerciali, inerenti all'acquisizione di nuovi *host* e relativi immobili, e attività operative di gestione di questi ultimi per la piazza di Roma. Nella regione Veneto, inoltre, il Gruppo opera attraverso la partecipata CleanBnB Veneto S.r.l., mentre la controllata Clean BnB Real Estate S.r.l. svolge attività di intermediazione immobiliare, stipulando contratti di locazione e gestendo la relativa fiscalità gli *host*.

Le risorse umane impiegate dal Gruppo operano per alcune funzioni a livello centrale e per altre a livello locale, sulle singole piazze in cui il Gruppo è attivo, in modo da garantire maggior efficienza nel servizio offerto agli *host*. A livello centralizzato vengono svolte le funzioni di (i) gestione delle prenotazioni e dei flussi di cassa da uno staff dedicato, che definisce un *pricing* dinamico rispetto ai costi di soggiorno negli immobili gestiti; (ii) *marketing* e gestione marchio; (iii) contrattualistica; (iv) supporto continuo alle località gestite. A livello locale si fa attività commerciale ed operativa.

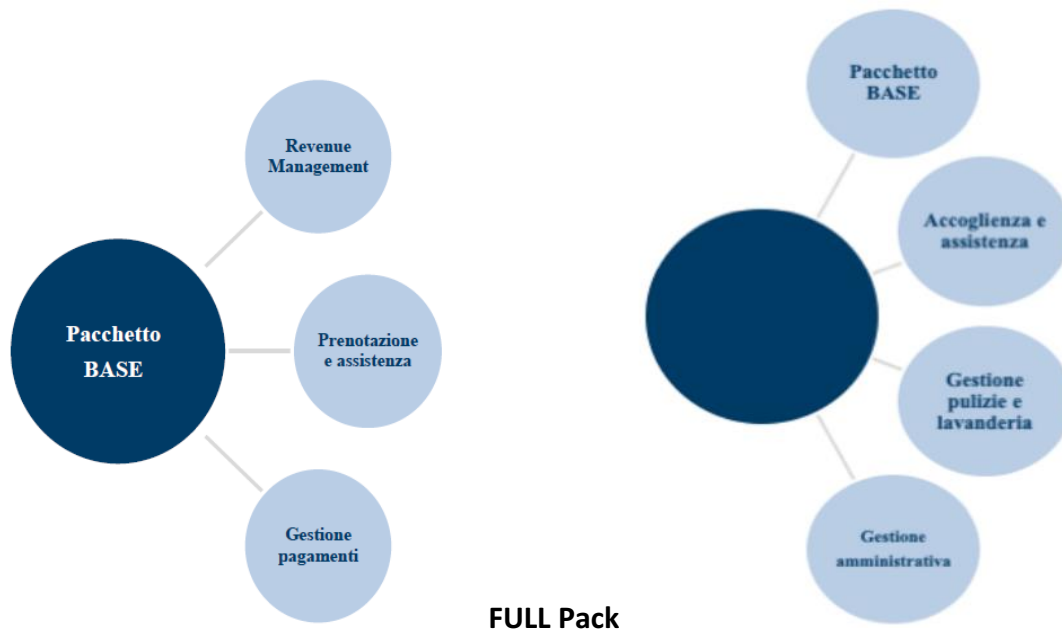
I soggetti operanti a livello centrale sono dipendenti del Gruppo. I *city manager* sono liberi professionisti, full-time o part-time in base alle esigenze specifiche dell'area. I *key holders* locali sono collaboratori stabili o risorse esterne cui si ricorre occasionalmente.

Fattori chiave ed elementi distintivi del Gruppo

- **scalabilità del *business model***: ciclo operativo efficiente e versatile che gli consente di avviare rapidamente il presidio di nuove località, combinando l'utilizzo di risorse locali, che conoscono l'area in cui operano, con il coordinamento a livello centrale;
- ***brand awareness e reputazione***: l'elevata reputazione e riconoscibilità del marchio quale operatore specializzato nell'attività di *property management* per gli *host* ha permesso di espandere l'attività su tutto il territorio italiano, diversificando dal punto di vista geografico il portafoglio e riducendo l'effetto di stagionalità sugli incassi;
- **piattaforma *software***: piattaforma, con moduli in parte proprietari e in parte forniti da terzi, per l'ottimizzazione della gestione di incassi e prenotazioni, e che permette di coordinare le strutture operative nelle varie aree secondo un'unica *brand policy*;
- ***team specializzato***: i clienti sono gestiti sia tramite risorse interne, altamente formate e fidelizzate, sia tramite *advisors* esterni di elevata competenza ed esperienza;
- ***pricing dinamico***: il sistema di *pricing* dinamico del Gruppo è strutturato in modo da garantire elevati tassi di occupazione degli immobili gestiti a prezzi competitivi.

I servizi

Il servizio di gestione dell'affitto a breve termine degli immobili, di proprietà degli *host*, si divide in due pacchetti con contenuti differenziati, per cui i servizi di gestione possono riguardare solo una o entrambe le fasi dell'offerta del servizio di *hospitality*:



Modello di business

Il modello di *business* prevede la selezione delle località in cui operare, quindi un'attività di *scouting* di unità immobiliari da affittare e, infine, l'avvio della gestione degli immobili. I clienti sono gli *host* che desiderano mettere in affitto gli appartamenti di loro proprietà, mentre i fornitori sono i soggetti terzi che svolgono le attività di manutenzione, pulizia, fornitura di materiali e gli altri servizi sopra citati.

Il *software* svolge un ruolo centrale nello svolgimento dell'attività del Gruppo e consente di gestire in modo efficiente le proprie attività amministrative e operative, nonché di raccogliere ed elaborare dati utili allo sviluppo del *business* e delle relazioni, valutazione delle performance e fissazione dei prezzi. In particolare, esso viene utilizzato per tracciare il flusso di denaro dai *guest* agli *host*, procedendo alla fatturazione dei servizi offerti e, inoltre, permette l'accesso a tutti i collaboratori e ai soggetti interessati dalla gestione delle attività di *hospitality* per delle valutazioni.

Tramite il software, il Gruppo è poi in grado di trattare simultaneamente prenotazioni provenienti da differenti piattaforme, in modo da massimizzarne il numero, fissare i prezzi ottimali per periodo, monitorare la concorrenza, gestire il processo di pagamento, fino a gestire gli ospiti ricorrenti e predisporre promozioni.

Infine, è in fase di sviluppo sul *software* un sistema di prenotazioni integrato, pensato per essere ben collocato sulle piattaforme di ricerca *online* e in linea con il sito *web* del Gruppo, che faciliti e incentivi le prenotazioni tramite programmi di offerte e promozioni, consenta la prenotazione in più lingue e nella valuta del proprio paese, consenta di collocare gli alloggi tramite i vari portali mondiali per gli affitti turistici e di espandere il numero di immobili in affitto tramite la collaborazione con altre agenzie.

2.2.5 Principali mercati e posizionamento competitivo

Introduzione

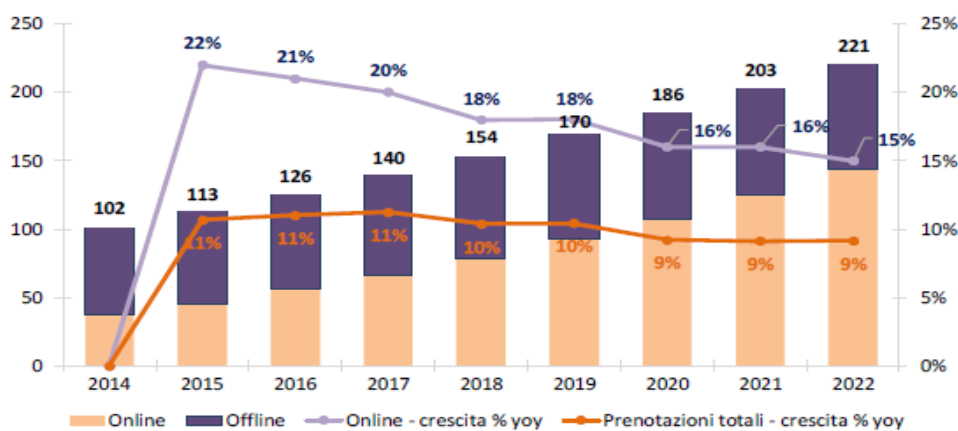
Le informazioni disponibili ed elaborate derivano da Morningstar, PitchBook, ISTAT, UNWTO, Assa Abloy, Federalberghi, AirDNA, studio Halldis, Sharespot e Statista.

Il mercato di riferimento dell'Emittente è quello dell'hospitality e, nello specifico, degli alloggi alternativi (bed and breakfast, appartamenti e altri esercizi ricettivi extra-alberghieri), la cui descrizione esamina i seguenti aspetti: (i) andamento atteso degli alloggi alternativi nel mondo; (ii) considerazioni macroeconomiche sui principali driver di mercato; (iii) evoluzione del mercato degli affitti per vacanze in Europa; (iv) evoluzione del mercato italiano di alloggi alternativi; (v) posizionamento competitivo.

i) Overview e andamento atteso del mercato degli alloggi alternativi nel mondo

Le società di Internet e di sharing economy, come Airbnb, hanno cambiato il modo in cui le persone viaggiano, visitano destinazioni, i loro bisogni e percezioni. La maggior parte di essi, specie i millennial, è interessata piuttosto a esperienze autentiche locali. Airbnb, lanciato a San Francisco nel 2008, è cresciuta costantemente fino al 2013, anno in cui è entrata in fase di iper-crescita, sia geograficamente che come customer-base, registrando fino al 2018 un numero cumulato di notti prenotate di oltre 150 milioni. Secondo uno studio di Morningstar e Pitchbook, il mercato degli alloggi privati è stimato a circa **\$140 miliardi per il 2017**, in crescita rispetto ai \$100 miliardi del 2014. Si prevede un aumento delle prenotazioni online da meno del 50% nel 2017 al **65% nel 2022**, supportato da una migliore user experience e richieste di soggiorni originali.

Grafico: Mercato globale degli alloggi alternativi (\$ miliardi)



Fonte: Morningstar e PitchBook, *Airbnb's network effect offers investors a unique stay*, 2018

ii) Driver di mercato

Questa rapida crescita è riconducibile all'aumento dei flussi turistici, proliferazione di piattaforme online per viaggi e nei media, miglioramento delle esperienze degli ospiti e ricerca di esperienze di viaggio non tradizionali, maggiore presenza di voli low cost.

Considerando il trend storico del turismo a breve termine, l'economia globale è cresciuta sia nei paesi sviluppati che in quelli emergenti nel 2017, guidata dalla Cina e dagli Stati Uniti, principali spender al mondo. In Europa la spesa turistica internazionale ha raggiunto Euro 326 miliardi, 12% in più rispetto al 2016. Il principale spender del turismo nell'UE è la Germania con Euro 74 miliardi nel 2017, in crescita del 3% rispetto al 2016, seguito da Regno Unito con 56 miliardi e Francia con 37 miliardi. L'Italia ha speso Euro 24 miliardi nel 2017 (+6% rispetto al 2016) e la Spagna 20 miliardi.¹²

iii) Mercato europeo degli affitti per vacanze

Il mercato europeo degli affitti per vacanze nel 2016 era di 23 miliardi di euro, mentre in prospettiva dovrebbe raggiungere i 32,5 miliardi nel 2023 (5,8% CAGR 2016-23).¹³

I mercati più importanti sono la Germania (quota di mercato del 17%), la Francia e il Regno Unito (quote del 13%), seguite da Spagna (10%) e Italia (7%). Le case risultano la sistemazione più diffusa (43%), seguite da appartamenti (19%) e condomini (16%).

iv) Il mercato italiano degli alloggi alternativi

Il 2017 è stato un altro anno di crescita del movimento turistico in **Italia**: gli esercizi ricettivi registravano un massimo storico di oltre 420 milioni di presenze (+4% rispetto al 2016) e 123 milioni di arrivi (+5%), una crescita superiore a quella media europea.

Roma è di gran lunga la top location, con oltre 25.000 pernottamenti, mentre seguono Milano, Venezia e Firenze, con circa 10.000 check-in, e la zona turistica di Verona.

¹² Fonte: UNWTO, *European Union short-term tourism trends, 2018*.

¹³ Fonte: Assa Abloy, *Europe's holiday rentals market, 2017*.

<u>Affitti brevi – alcuni esempi</u>						
	Tasso di Occupazione e Mensile	Incasso Medio annuo per struttura	Tariffa media giornali era	Valore annuo del settore	% CAGR affitti brevi (FY10 – FY18)	Immobili attivi in affitto breve
Milano	66%	€ 14.604	€ 76	€ 140,75 Mln	35%	14.860
Roma	68%	€ 19.032	€ 95	€ 366,56 Mln	27%	26.629
Bologna	66%	€ 13.683	€ 77	€ 33,07 Mln	45%	3.347
Firenze	63%	€ 17.605	€ 94	€ 147,97 Mln	34%	10.732
Venezia	57%	€ 24.042	€ 132	€ 158,15 Mln	33%	8.344

Fonte: Rielaborazione dati Airdna 2017-2018

Negli esercizi extra-alberghieri si contano 145 milioni di presenze (+7,5% sul 2016) e 29 milioni di arrivi (+10%).¹⁴

Il mercato delle seconde case in Italia conta quasi 15 milioni di unità, di cui 6 (41%) disponibili sul mercato. Le abitazioni in Italia attualmente destinate ad affitti brevi sono circa 110.000, quasi il doppio delle 60.000 del 2008, secondo dati ISTAT. Il settore degli affitti brevi in Italia, secondo uno studio Halldis, ha un mercato potenziale di un milione di immobili e con una gestione professionale può garantire ritorni elevati.

L'incasso medio annuo per i proprietari "fai da te" è di circa Euro 2.300.¹⁵

v) Posizionamento competitivo

I principali operatori nel settore dell'hospitality sono le OTA, I technology providers e property managers, in grado di offrire una gamma sempre più vasta di servizi.

¹⁴ Fonte: ISTAT, *Movimento turistico in Italia*, 2017.

¹⁵ Fonte: dati Airbnb, su una media Italia.

Tra le agenzie di viaggio online si ricordano: Airbnb, con un mercato di oltre 6 milioni di alloggi in oltre 191 paesi, che nel 2017 ha generato entrate per \$2,6 miliardi; e Booking.com, piattaforma che offre oltre 5 milioni di sistemazioni diverse dagli hotel, come appartamenti, ville, B&B.¹⁶

Partendo dai vuoti di offerta di Airbnb e altre piattaforme di prenotazione online, sono emerse nuove società specializzate nella fornitura di servizi complementari, quali società di property management (locali, nazionali o internazionali in base alle proprietà gestite e raggio d'azione), società di gestione di vacanze e società di concierge abilitate per aiutare gli host a esternalizzare tutte o parte delle loro attività.

Spesso i gestori di case per le vacanze piccole e locali sono i concorrenti più accaniti di CleanBnB, con la precisazione che, data la frammentazione del settore, è impossibile fornire una lista completa dei competitors del property management. Tra i principali c'è Hostmaker, società di diritto inglese specializzata in affitti brevi e focalizzata sullo sviluppo nelle principali capitali, simile per range di servizi ma meno presente in Italia.

2.2.6 Fatti importanti nella storia operativa dell'Emittente

L'attività del Gruppo inizia nel 2015, nel contesto dell'incubatore di start-up Seed, presso cui si sviluppa il progetto CleanBnB con i primi test dei servizi da offrire.

La costituzione di CleanBnB S.r.l. avviene nel 2016 e successivamente, al fine di raccogliere le risorse finanziarie necessarie al suo sviluppo, viene realizzato un primo aumento di capitale, con una tranche riservata a *business angels* già soci di Seed e un'altra destinata anche a terzi. In particolare, tale aumento di capitale viene realizzato

¹⁶ Fonti: Morningstar e PitchBook, *Airbnb's network effect offers investors a unique stay*, 2018.

in parte mediante l'offerta a terzi già selezionati di sole quote di categoria A, in parte tramite l'offerta di quote di categoria A e di categoria B (non dotate di diritti di voto e prelazione) ad investitori generici, professionali e/o privati, cui l'offerta è rivolta tramite una piattaforma di *equity crowdfunding*. In seguito al primo *round*, vengono raccolti 127 mila euro ed entrano nella compagine sociale 99 nuovi soci.

Al fine di ricorrere al *crowdfunding*, l'Emittente ha adottato uno statuto con specifiche disposizioni in tema di trasparenza e tutela dei soci di minoranza, richiesto da Consob.

Nel corso del 2017, l'Emittente ha raccolto altre risorse tramite un aumento di capitale in due *tranche*. Nel primo semestre viene realizzata una *tranche* riservata tramite BacktoWork24, piattaforma per l'investimento in *start-up*, mentre nel secondo viene eseguita un'ulteriore *tranche*, raccogliendo circa Euro 100 mila ciascuna. Tramite tali operazioni, entrano nella compagine sociale altri investitori specializzati in *start-up* o dotati di competenze nel settore, la cui partecipazione costituisce risorsa preziosa.

Nel corso del 2018, viene realizzato un secondo *round* di raccolta di risorse tramite portale di *equity crowdfunding*, destinato sia ai vecchi che a nuovi soci, costituendo il terzo aumento di capitale dalla costituzione, tramite cui entrano nella compagine sociale oltre 200 soci, sempre offrendo quote A e quote B, ed altri 500 mila euro circa.

Inoltre, viene avviata una campagna commerciale nazionale, implementata la piattaforma gestionale cardine del modello di *business* e costituite le due controllate.

All'inizio del 2019, il Gruppo ha lanciato una piattaforma di prenotazione diretta per i *guest* tramite il sito www.cleanbnb.net, e rinnovato quella riservata agli *host* clienti.

Nel corso dello stesso anno viene inoltre avviato il processo di quotazione su AIM Italia, fino al 24 maggio, data in cui l'Assemblea dei soci ne ha approvato il progetto. Dal 1° luglio la Società è iscritta nella sezione "PMI innovative" del Registro Imprese.

2.2.7 Strategia ed obiettivi futuri di gestione

Ampliamento del numero di immobili in gestione mediante posizionamento e promozione del marchio, fondamentale sia nei confronti degli *host*, che avrebbero maggiore consapevolezza dell'offerta del Gruppo, sia nei confronti dei *guest*, che in un contesto di strutture non caratterizzate da *rating* ufficiale possono fare affidamento sulla qualità di gestione degli affitti garantita da CleanBnB.

Il Gruppo stima che entro il 2025 più di 250.000 immobili saranno disponibili all'affitto breve nel mercato italiano. L'obiettivo è di arrivare a 10.000 immobili gestiti entro il 2025, con 100 località strategiche gestite e una media di 100 immobili gestiti per località, con una quota di mercato del 4%.

L'intenzione è di espandersi anche fuori dall'Italia in Paesi come Spagna, Francia e Croazia, puntando a città con oltre 5.000 immobili già attivi ma non troppo affollate.

Incremento delle risorse umane a livello centralizzato, investendo nel sistema di gestione dei ricavi e delle prenotazioni per migliorare l'interazione con i *guest*; e a livello locale, per consentire una gestione ottimale della crescita prevista, anche tramite un'efficiente acquisizione e gestione commerciale di nuovi immobili.

Ulteriore evoluzione e sviluppo del software, soprattutto per il Revenue Management.

Il software, nei programmi del Gruppo ed a partire dal sito www.cleanbnb.net, andrà a migliorare anche la gestione del processo di ricerca di *host* interessati ai servizi offerti.

Dati, previsioni e stime per il periodo 2018-2021

Il Piano si riferisce al periodo 2019-2021 ed è basato su ipotesi concernenti eventi futuri non certi e quindi non controllabili da parte degli amministratori. Inoltre, è stato redatto in ottica "post money", considerando i proventi dall'aumento di capitale legato alla citata operazione di quotazione all'AIM Italia di € 2,5 milioni realizzata nel 2019.

Sulla base delle assunzioni ipotetiche riportate precedentemente¹⁷, i principali dati

economici stimati per il periodo di Piano 2019-2021 sono i seguenti:

	Consuntivo al 31/12/2018	Previsioni al 31/12/2019 (proiezioni)	Previsioni al 31/12/2020	Previsioni al 31/12/2021
Valore produzione	1.539.208	2.756.537	5.609.724	11.992.392
EBITDA	(374.636)	(1.082.987)	(722.541)	224.244
Risultato netto	(324.225)	(868.034)	(503.301)	104.062

I principali dati **patrimoniali** per il periodo di Piano 2019-2021 sono invece i seguenti:

	Consuntivo al 31/12/2018	Previsioni al 31/12/2019 (proiezioni)	Previsioni al 31/12/2020	Previsioni al 31/12/2021
Capitale Investito Netto	(100.339)	556.061	238.912	(938.864)

¹⁷ Paragrafo "Fattori di rischio"

Posizione Finanziaria Netta	(445.683)	(1.421.249)	(1.235.097)	(2.516.936)
Patrimonio Netto	345.344	1.977.310	1.474.009	1.578.072

Capitale Investito Netto: la variazione è dovuta ai investimenti previsti per lo sviluppo del *software* gestionale e per l'IPO, ma è tuttavia controbilanciata dalla dinamica del CCN, negativo nel periodo 2019-2021 per via della natura anticipata degli incassi dai clienti rispetto ai pagamenti a fornitori e proprietari.

Posizione Finanziaria Netta: negli esercizi 2019-2021 la PFN risulta negativa, generando liquidità, per via della gestione anticipata degli incassi dai clienti.

2.3 - IL CASO CYBEROO: SETTORE TECNOLOGICO

Le informazioni finanziarie che seguono sono relative ai dati consolidati pro-forma di Cyberoo dell'esercizio 2018 e del Bilancio Semestrale Abbreviato al 30 giugno 2019.

La Società si pone sul mercato come supporto a tutti i Partner che vogliono offrire alla loro clientela un servizio proattivo di gestione delle infrastrutture e software.

L'Emittente ha deciso di investire in competenze e tecnologie innovative, con la forte consapevolezza che solo attraverso questi due motori sia possibile aumentare la qualità dei servizi offerti dai Partner e soprattutto ottimizzarne la crescita e il profitto.

Di seguito i dati sul fatturato delle principali società del Gruppo per l'esercizio **2017**:

Dati in €/000	Lyb	Mfd	Cyberoo	Aggregato
---------------	-----	-----	---------	-----------

Fatturato	961	72	2.122	3.155
-----------	-----	----	-------	-------

Presentazione del Bilancio consolidato Pro-Forma e highlights societari

I Prospetti Consolidati Pro-Forma, composti da Stato Patrimoniale e Conto Economico al 31 dicembre 2018 sono redatti in base ai principi citati dalla Comunicazione Consob n. DEM/1052803 del 2001, ai fini della procedura di ammissione sull'AIM Italia.

L'Emittente ha posto in essere alcune operazioni di natura straordinaria:

- In data 20 dicembre 2018, viene deliberato l'aumento di capitale sociale di 13.000 euro, sottoscritto dal socio "SEDOC DIGITAL GROUP S.r.l." eseguito con il conferimento del 100% delle quote di partecipazione nella società Life Your Brand S.r.l pari a Euro 300.000. A conclusione dell'operazione, l'ammontare del capitale sociale, interamente sottoscritto e versato, risultava ripartito: per 53.000 euro (47%) al socio "SEDOC S.r.l."; per 60.000 euro (53%) al socio "SDG Innovative Technologies S.r.l".
- In data 22 febbraio 2019, viene deliberato un altro aumento di capitale sociale da Euro 113.000,00 ad Euro 116.495,00, sottoscritto mediante conferimento della società MFD International S.r.l. dai soci Fabio Leonardi (che conferisce nell'Emittente una quota di partecipazione sociale di Euro 6.500, detenuta nella MFD S.r.l.), Massimo Bonifati (che conferisce una quota di Euro 1.500) e Davide Cignatta (che conferisce una quota di Euro 2.000). Ad operazione ultimata, il capitale sociale dell'Emittente risulta così ripartito: al socio "SEDOC DIGITAL GROUP S.r.l." una quota del 45,5% del capitale sociale, per Euro 53.000; al socio "SDG Innovative Technologies S.r.l." una quota di partecipazione del 51,5% del capitale sociale per Euro 60.000; ai soci Leonardi (1,95%), Bonifati (0,45%) e Cignatta (0,60%) la restante quota del 3% del capitale sociale. Questi

Prospetti Consolidati Pro-Forma sono stati predisposti partendo dal bilancio di esercizio dell'Emittente per l'esercizio 2018, predisposto in conformità ai Principi Contabili Italiani, e dai prospetti di stato patrimoniale e conto economico dei bilanci dell'esercizio 2018 delle società LIFE YOUR BRAND S.r.l. e MFD International S.r.l. I suddetti Prospetti Consolidati Pro-Forma sono ottenuti apportando ai dati consuntivi appropriate rettifiche pro-forma per riflettere retroattivamente gli effetti di una operazione successiva. Trattandosi di rappresentazioni fondate su ipotesi, qualora tali operazioni si fossero realmente realizzate alla data di riferimento dei dati pro-forma e non alle date future, non necessariamente i dati consuntivi sarebbero stati uguali.

2.3.1 Informazioni finanziarie relative al periodo pre-quotazione

Prospetti consolidati pro-forma al 31-12-2018: conto economico e stato patrimoniale

Conto Economico (dati in €/000)	Lyb	Mfd	Cyberoo	Proforma	Scritture di Consolidamento	Nota	Consolidato PF 31.12.2018
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.419	307	3.023	-	174	1	4.575
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	192	-	166	-	163	1	520
Altri ricavi e proventi	67	13	66	-	-	-	146
Valore della Produzione	1.678	320	3.254	-	11		5.241
Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	472	-	670	-	0	1	1.141
Per servizi	303	125	407	-	-	-	835
Per godimento di beni di terzi	28	9	50	-	-	-	87
Per il personale	553	137	537	-	-	-	1.227
Variazioni rimanenze materie prime, sussidiarie e di merci	-	-	104	-	-	-	104
Oneri diversi di gestione	19	3	93	-	-	-	114
Costi della Produzione	1.374	274	1.861	-	0		3.509
Ebitda	304	46	1.394	-	11		1.732
Ammortamenti e svalutazioni	288	1	971	-	175	2	1.434
Ebit	16	45	423	-	186		298
Proventi e Oneri Finanziari	74	-	0	-	-	-	37
Risultato Ante Imposte	90	45	387	-	186		335
Imposte sul reddito	49	16	273	-	2	3	336
Utile/(Perdita) Esercizio	41	28	114	-	184		1

Stato Patrimoniale (dati in €/000)	LYB	MFD	Cyberoo	Proforma	Scritture di Consolidamento	di Note	Consolidato PF 31.12.2018	
Immobilizzazioni immateriali	816	1	452	-	1.588	1	2.857	
Immobilizzazioni materiali	7	0	855	-	-		862	
Immobilizzazioni finanziarie	-	135	1.807	486	2.292	2	135	
Totale Immobilizzazioni	823	136	3.113	486	704		3.854	
Rimanenze	-	-	3	-	-		3	
Crediti	432	83	1.089	-	60	3	1.544	
Disponibilità liquide	6	2	0	-	-		9	
Ratei e risconti attivi	89	-	32	-	-		122	
Totale Attivo	1.350	221	4.237	486	764		5.531	
Capitale	300	10	113	3	310	4	116	
Riserva Sovrapprezzo Azioni	133	-	1.794	482	133	4	2.276	
Riserva Legale	2	0	1	-	2	4	1	
Altre riserve	1	2	358	-	3	4	358	
Utile (Perdite) portate a nuovo	-	31	-	2	78	-	4	111
Utile (Perdite) d'esercizio	41	28	114	-	184	4	-	1
Patrimonio Netto	446	39	2.301	486	632	4	2.639	
Fondi per rischi e oneri	-	-	-	-	-		-	
Trattamento di fine rapporto	41	41	124	-	-		206	
Debiti	813	142	1.811	-	132	3	2.634	
Ratei e risconti passivi	50	0	2	-	-		52	
Totale Passivo	1.350	221	4.237	486	764		5.531	

Dati **economici consolidati** pro-forma selezionati di Cyberoo S.p.A.

Conto Economico (dati in €/000)	31.12.2018	Inc %
Valore della Produzione	5.241	100%
Costi di Gestione	3.509	67%
Ebitda	1.732	33%
Ammortamenti e svalutazioni	1.434	27%

Ebit	298	6%
Proventi e Oneri Finanziari	37	1%
Risultato Ante Imposte	335	6%
Imposte sul reddito	336	6%
Utile/(Perdita) Esercizio	- 1	0%

Dati **patrimoniali consolidati** pro-forma selezionati della Cyberoo S.p.A. per il 2018

Stato Patrimoniale (dati in €/000)	31.12.2018
Totale Immobilizzazioni	3.854
Totale Crediti (rimanenze, vs/clienti, vs/controllanti, tributari, vs/altri)	1.544
Disponibilità liquide	9
Ratei e Risconti Attivi	122
TOTALE ATTIVO	5.531
Patrimonio netto	2.639
Totale Debiti (TFR, vs/banche, vs/fornitori, vs/controllate e controllanti, tributari, altri)	2.634
Ratei e risconti passivi	52
TOTALE PASSIVO	5.531

Di seguito le informazioni riguardanti i principali dati patrimoniali dell'Emittente, **riclassificati** a impieghi e fonti Pro-forma, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018.

<i>(Dati in €/000)</i>	31/12/2018	%
IMPIEGHI		
Circolante netto	368	12%
Immobilizzazioni	3.854	123%
Passività non correnti	- 1.101	-35%
Capitale investito netto	3.121	100%
FONTI		
Posizione finanziaria netta	482	15%
Patrimonio Netto	2.639	85%
Fonti di Finanziamento	3.121	100%

Dati selezionati per il Bilancio Semestrale Consolidato Abbreviato 2019

Di seguito vengono forniti i principali dati economici riclassificati di Cyberoo S.p.A. per il Bilancio Semestrale Consolidato Abbreviato. L'Emittente non ha predisposto il Bilancio Consolidato Pro-Forma al 30 giugno 2019, non risultando necessaria alcuna "pro-formazione" per renderlo comparabile con quello Consolidato Pro-forma 2018. Infatti, l'operazione di acquisizione di **LYB** era stata perfezionata a fine 2018, mentre per il consolidamento di **MFD** sono stati utilizzati i dati al 1° gennaio 2019, aggregando il conto economico per il semestre, visto il risultato non rilevante fino al 22 febbraio.

Conto Economico (unità €/000)	Consolidato 30/06/2019	Inc %
Valore della Produzione	3.033	100%
Ebitda	1.030	34%

Ammortamenti e svalutazioni	455	15%
Ebit	575	19%
Utile/(Perdita) Esercizio	355	12%

Stato Patrimoniale (in unità €/000)	Consolidato 30/06/2019
Totale Immobilizzazioni	4.702
Totale Crediti (rimanenze, vs/clienti, vs/controllanti, tributari, vs/altri)	2.769
Disponibilità liquide	2
Ratei e Risconti Attivi	655
TOTALE ATTIVO	8.356
Patrimonio netto	3.141
Totale Debiti (TFR, vs/banche, vs/fornitori, vs/controllanti, tributari, vs/INPS, altri)	4.518
Ratei e risconti passivi	486
TOTALE PASSIVO	8.356

Di seguito sono fornite le informazioni riguardanti i principali dati patrimoniali dell'Emittente, **riclassificati** a impieghi e fonti, relativamente al Bilancio Semestrale.

Dati in €/000)	30/06/2019	%
IMPIEGHI		
Circolante netto*	603	14%

Immobilizzazioni	4.702	111%
Passività non correnti	- 1.081	-26%
Capitale investito netto	4.224	100%

FONTI

Posizione finanziaria netta	1.083	26%
Patrimonio Netto	3.141	74%
Fonti di Finanziamento	4.224	100%

2.3.2 Fattori di rischio relativi all'Emittente e al Gruppo

Gli investitori, prima di investire in strumenti finanziari emessi dall'Emittente, devono valutare gli specifici fattori di rischio relativi allo stesso Emittente, al settore in cui opera e agli strumenti finanziari, ammessi in un mercato che non è regolamentato. Il verificarsi delle circostanze descritte in uno dei seguenti fattori di rischio potrebbe incidere negativamente sull'attività e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società e del Gruppo, sulle sue prospettive e sul prezzo delle Azioni, e gli azionisti potrebbero perdere in tutto o in parte il loro investimento. Tali effetti negativi su Società e correlati Strumenti Finanziari si potrebbero verificare anche al sopraggiungere di eventi ad ora non noti e tali da esporla ad ulteriori incertezze.

Rischi connessi alla dipendenza da figure chiave

L'attività, i risultati e lo sviluppo del Gruppo dipendono in maniera rilevante dalla presenza all'interno del *management* di Fabio Leonardi, Amministratore delegato dell'Emittente, e di Massimo Bonifati, Presidente del Consiglio di Amministrazione

dell'Emittente, che svolgono, per esperienza e *know-how*, un ruolo determinante nella gestione delle attività, nella definizione delle strategie chiave e nella cultura aziendale.

Rischi connessi al reperimento e al mantenimento di personale qualificato

Il settore in cui opera il Gruppo è in costante sviluppo ed aggiornamento. Il successo e l'alta competitività del Gruppo dipendono, dunque, anche dalla capacità di attrarre e formare personale con un livello di specializzazione, competenze tecniche e professionali richieste dal settore. Negli anni il Gruppo ha mantenuto un *turnover* di personale limitato e ha evitato contestazioni o contenziosi con dipendenti.

Rischi connessi alla concentrazione della clientela

L'attività del Gruppo dipende in larga misura dai ricavi derivanti dalla vendita dei propri prodotti e servizi a un ristretto numero di clienti. In particolare, al 30 giugno 2019 i primi cinque clienti rappresentavano il 46% dei ricavi consolidati. Si segnala che il cliente SEDOC Digital Group S.r.l. (società titolare direttamente e tramite SDG S.r.l. di una partecipazione del 97% del capitale sociale dell'Emittente), alla suddetta data rappresentava il 32% dei ricavi consolidati e che esso, in qualità di rivenditore, vanta oltre 600 clienti. Nonostante l'atteso ampliamento della clientela, l'eventuale perdita dei clienti principali o la difficoltà di attrarne altri potrebbero creare delle criticità.

Rischi connessi ai rapporti con fornitori strategici

Il Gruppo si avvale di fornitori terzi che erogano servizi essenziali, considerato che i primi cinque incidono sul totale degli acquisti per circa il 75% al 30 giugno 2019. Il primo cliente, SEDOC Digital Group S.r.l. (società titolare del 97% del capitale sociale dell'Emittente), rappresentava il 45% del totale degli acquisti alla suddetta data.

Pertanto, la capacità del Gruppo di mantenere un'offerta competitiva di servizi

tecnologici dipende anche dall'abilità di mantenere rapporti commerciali consolidati con i propri fornitori. Sebbene il Gruppo intrattenga rapporti pluriennali con i fornitori e ritenga di non dipendere da alcuno di essi, la perdita e relativa sostituzione di alcuni: (i) potrebbe comportare significativi costi di analisi e lancio della nuova fornitura; (ii) potrebbe non essere possibile in tempi brevi o a condizioni economiche simili.

Rischi connessi all'attuazione delle strategie e dei programmi futuri

Nell'esercitare le proprie attività in mercati ed ordinamenti diversi e nel perseguire la propria strategia di espansione internazionale, il Gruppo si esporrà a crescenti complessità gestionali e ad una serie di rischi connessi alle condizioni economiche, sociali e politiche generali di diversi paesi.¹⁸

Qualora si riuscisse nell'intento di elevata crescita atteso dal Piano Industriale, sarà necessario un incremento di capitale umano, oltre che una ristrutturazione interna.

Rischi connessi al Piano Industriale e all'inclusione di stime per le previsioni

In sede di elaborazione del Piano Industriale, approvato dal CdA in data 28 settembre 2019, l'Emittente ha redatto una previsione dei dati consolidati al 31 dicembre 2019.

Tali dati sono stati elaborati tenendo conto (i) dei dati consuntivi consolidati redatti al 30 giugno 2019, (ii) dell'aggregazione dei dati consuntivi redatti dalla Società ed i valori stimati delle controllate LYB e MFD per il terzo trimestre 2019 e (iii) delle previsioni per l'ultimo trimestre dell'esercizio 2019, alla luce dei contratti eseguiti e da eseguire.

La capacità del Gruppo di compiere le azioni strategiche e di rispettare i vari obiettivi del Piano dipende da assunzioni e circostanze non del tutto controllabili.

¹⁸ Ad esempio: fluttuazioni nel tasso di cambio, restrizioni agli scambi internazionali, instabilità dei mercati azionari, instabilità politiche, eventi terroristici, diversità dei regimi tributari e legali.

Rischi da future acquisizioni, *partnership* commerciali e/o operazioni straordinarie

Nel quadro strategico di crescita, il Gruppo ha in programma di stringere ulteriori *partnership* commerciali, dare corso ad acquisizioni e altre operazioni straordinarie, al fine di sviluppare l'offerta per i clienti ed ampliare territorialmente il proprio *business*. I rischi riguardano la potenziale difficoltà di reperire aziende strategiche e sinergiche rispetto agli obiettivi perseguiti. L'attuazione della strategia di crescita dipenderà, poi, dalla capacità di portare a termine le varie forme di collaborazione a buone condizioni. Le eventuali acquisizioni potranno essere finanziate sia tramite liquidità disponibile, sia tramite assunzione di debito che attraverso scambi azionari con potenziali effetti diluitivi, elementi in grado di incidere sui risultati operativi e finanziari del Gruppo. Inoltre, i processi di acquisizione determinano solitamente una serie di rischi, quali la difficoltà di assimilazione ed integrazione di attività operative, tecnologie, prodotti e personale delle entità acquisite, l'ingresso in mercati poco conosciuti, la potenziale perdita sia di personale chiave delle società acquisite che di parte dei clienti.

Rischi connessi alla protezione della proprietà intellettuale e accordi di riservatezza

Il successo del Gruppo dipende anche dall'utilizzo e dal valore della sua proprietà intellettuale e nondimeno dalla capacità di tutelarla da potenziali violazioni di terzi. Inoltre, il Gruppo basa la propria strategia di difesa delle innovazioni tecnologiche anche sulla stipula di accordi di riservatezza con dipendenti e consulenti, ideati per far filtrare meno informazioni possibili alla concorrenza, prevedendo un impegno a mantenere stretto riserbo su quanto appreso e sviluppato nel rapporto contrattuale.

Rischi connessi alla natura innovativa di determinati prodotti e servizi

Il Gruppo opera in un mercato dinamico, permeato da una costante attività di ricerca e innovazione di prodotti e servizi e da veloci e profondi cambiamenti tecnologici.

Il successo del Gruppo, pertanto, è strettamente legato anche alla capacità di identificare corrette opportunità di mercato e di adeguarsi rapidamente alle soluzioni nel settore, anticipando i bisogni e le aspettative di clienti e utilizzatori finali.

Ciò potrebbe comportare la necessità di sviluppare nuove applicazioni che meglio si adattino alla domanda e alle nuove tecnologie nel *business* dei servizi di *cybersecurity*.

Rischi connessi ad attività di *hacking*

Il Gruppo è esposto al rischio di subire attività di *hacking*, contro i propri sistemi e quelli dei propri clienti, che potrebbero comportare accessi non autorizzati ai dati dei clienti, l'utilizzo, il furto, la perdita o distruzione di tali dati da parte di dipendenti, consulenti o altri che vi abbiano accesso, con possibili richieste di risarcimento danni, perdita di clienti o di parte del fatturato generato, con effetti reputazionali negativi.

A fronte di tali minacce, il Gruppo si è servito di tecnici altamente specializzati, con infrastrutture informatiche in continua evoluzione. SEDOC S.r.l. si è dotata di un *Disaster Recovery Plan*, sfruttato anche dall'Emittente, che individua sia le tecniche con le quali sistemi di dati ed infrastrutture vengono protetti in caso di gravi criticità ed emergenze, sia il processo di loro ripristino in caso di intrusione.

Rischi relativi all'indebitamento finanziario

Il Gruppo fa fronte ai propri fabbisogni finanziari tramite (i) finanziamenti a medio-lungo termine (con varie clausole e vincoli finanziari), mutui, affidamenti bancari a breve e linee di credito, e (ii) flussi derivanti dalla gestione operativa. Al 30 giugno

2019 e al 31 dicembre 2018 l'indebitamento netto rettificato (incluso debiti tributari e previdenziali scaduti) risultava di € 2.351 mila e 1.669 mila rispettivamente.

Rischi connessi alla qualifica dell'Emittente come PMI Innovativa

L'Emittente è iscritto nella sezione speciale del Registro delle Imprese di Milano con la qualifica di PMI Innovativa e si segnala che, ai sensi dell'art. 4 del D.L. n. 3/2015 (*Investment Compact*), le persone fisiche o giuridiche che soddisfino specifici requisiti e che investono in una PMI Innovativa hanno diritto a determinati benefici fiscali.

Il mantenimento della qualifica di PMI Innovativa è legato al soddisfacimento di alcune condizioni, incluso il possesso di almeno due dei seguenti requisiti: la titolarità o licenza di diritti di privativa industriale, spese di ricerca e sviluppo almeno pari al 3% del maggior valore fra costi totali e valore della produzione e l'impiego di personale in possesso di dottorato di ricerca o di laurea magistrale in determinate proporzioni.

Sebbene l'Emittente rispetti ad ora i requisiti riguardo alle spese in ricerca e sviluppo e ai diritti di privativa industriale, eventuali modifiche di normativa nonché il verificarsi di circostanze imprevedibili potrebbero imporre all'Emittente l'adozione di *standard* più severi, l'esborso di spese straordinarie in R&D o condizionarne la libertà di azione.

La fruizione dell'incentivo è condizionata poi al mantenimento della partecipazione nella PMI Innovativa per minimo tre anni e, inoltre, quest'ultima deve rispondere a ulteriori requisiti, fissati dal MEF nel 2019, che la qualifichino come "ammissibile".

Nonostante tali incentivi siano divenuti ufficialmente applicabili, le modalità attuative prevedono varie condizioni necessarie per beneficiare delle agevolazioni fiscali, nonché alcune cause di decadenza. I benefici fiscali previsti per gli investitori sono incorporati solo nelle azioni di nuova emissione e non in quelle esistenti ed acquistate sul mercato.

La non corretta interpretazione dell'*Investment Compact* e la perdita per l'Emittente della qualifica di PMI Innovativa potrebbero compromettere la fruibilità degli incentivi.

Rischi connessi all'operatività in Ucraina

Il Gruppo svolge una parte della propria attività in Ucraina, paese instabile a livello sia politico che economico, anche se centro tecnologico ad alto potenziale nel settore della *cyber security*. Infatti, MFD S.r.l. detiene una partecipazione del 100% del capitale sociale di DFM Virtual Service LLC, società con sede a Kiev, che svolge, per le società del Gruppo, un'attività sinergica con quella di MFD S.r.l. nei seguenti settori: *managed services; help desk* (telefonico o remoto illimitato); sviluppo di *software; accounting outsourcing*, erogazione di servizi amministrativi e digitalizzazione dei dati contabili.

2.3.3 Fattori di rischio relativi alla quotazione degli strumenti finanziari

Rischi connessi alla negoziazione sull'AIM Italia, liquidità e volatilità

Le Azioni e i Warrant non saranno quotati su un mercato regolamentato e, sebbene verranno scambiati su AIM Italia in negoziazione continua, non è possibile garantire un mercato liquido per gli stessi, che potrebbero presentare problemi di liquidità generali a prescindere dai risultati dell'Emittente, senza adeguate e tempestive contropartite.

Inoltre, a seguito dell'ammissione sull'AIM Italia, il prezzo di mercato degli strumenti finanziari potrebbe fluttuare notevolmente in base ad una serie di fattori fuori dal controllo dell'Emittente e, pertanto, non riflettere i risultati operativi dell'Emittente.

Rischi connessi alla possibilità di revoca dalla negoziazione degli strumenti ammessi

Ai sensi del Regolamento Emittenti AIM Italia, Borsa Italiana potrebbe disporre la revoca dalla negoziazione degli strumenti finanziari dell'Emittente, nei casi in cui:

- entro 6 mesi dalla data di sospensione dalle negoziazioni per sopravvenuta assenza del Nomad l’Emittente non provveda alla sostituzione dello stesso;
- gli strumenti finanziari siano stati sospesi dalle negoziazioni per almeno 6 mesi;
- la revoca venga approvata da tanti soci che rappresentino almeno il 90% dei voti.

Rischi connessi alla diluizione in caso di mancato esercizio dei Warrant

Con delibera dell’assemblea dei soci del 25 luglio 2019, l’Emittente ha deciso di emettere massimi 2.500.000 Warrant abbinati gratuitamente alle Azioni sottoscritte nel Collocamento Istituzionale e del Collocamento Retail, da emettersi e assegnarsi ai termini e condizioni di cui al Regolamento Warrant. In caso di mancato esercizio dei Warrant entro il termine di scadenza, gli azionisti che non eserciteranno il diritto di sottoscrizione delle Azioni di Compendio subiranno una diluizione della partecipazione.

Rischi legati ai vincoli di indisponibilità delle Azioni assunti dagli azionisti

Sedoc S.r.l., SDG S.r.l., Fabio Leonardi, Massimo Bonifati, Davide Cignatta e la Società hanno assunto nei confronti del Nomad appositi impegni di *lock-up* per 18 mesi dall’inizio delle negoziazioni su AIM Italia. Alla scadenza dei suddetti impegni di *lock-up*, non vi è alcuna garanzia che tali soggetti non procedano alla vendita delle Azioni ormai svincolate, con potenziale impatto negativo sull’andamento del loro prezzo.

Accordi di lock-up dell’Emittente

L’Emittente, per un periodo di 18 mesi dalla Data di Inizio delle Negoziazioni ha assunto nei confronti del Nomad e Global Coordinator i seguenti impegni:

- (a) non effettuare operazioni di vendita, trasferimento, o atti di disposizione che abbiano per effetto l’attribuzione o trasferimento a terzi di Azioni emesse dalla Società dalla stessa detenute (o di altri strumenti finanziari che attribuiscano il diritto di

acquistare, sottoscrivere, convertire in, o scambiare con, Azioni o altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti simili), tranne l'esecuzione degli Aumenti di Capitale;

(b) non emettere né collocare sul mercato né titoli azionari né obbligazioni convertibili in Azioni né Warrant da parte della Società né in alcuna altra modalità, ad eccezione degli aumenti di capitale ai sensi degli articoli 2446-2447 cod.civ., sino alla soglia minima necessaria per il rispetto del limite legale;

(c) non emettere né collocare sul mercato obbligazioni convertibili o scambiabili con Azioni della Società o in buoni di acquisto o sottoscrizione in Azioni della Società, ovvero altri strumenti finanziari, anche partecipativi, che attribuiscono diritti simili;

(d) non apportare modifiche alla dimensione e composizione del proprio capitale;

(e) non approvare o effettuare operazioni su derivati che abbiano i suddetti effetti.

Tali impegni, nel caso riguardino le Azioni, si riferiscono alle Azioni proprie Cyberoo eventualmente possedute e/o acquistate dalla Società nel Periodo di Lock-Up.

Impegni che potranno essere derogati solo (i) con il preventivo consenso scritto del Global Coordinator, o (ii) nel rispetto di disposizioni di legge o di Autorità competenti.

Altri accordi di lock-up

Sedoc Digital Group S.r.l, SDG Innovative Technologies S.r.l., Fabio Leonardi, Massimo Bonifati e Davide Cignatta, hanno assunto nei confronti del Nomad i seguenti impegni:

- (a) vedi il caso dell'Emittente;
- (b) vedi i punti b) e c) dell'Emittente;
- (c) vedi il punto e) dell'Emittente.

Restano in ogni caso escluse dagli impegni assunti dai suddetti azionisti:

- (a) le operazioni eseguite in ottemperanza a obblighi di legge o regolamentari;

- (b) le operazioni con l'operatore specialista di cui al Regolamento Emittenti AIM;
- (c) i trasferimenti in seguito al lancio di un'offerta pubblica di acquisto o scambio sui titoli della Società;
- d) la dazione in pegno delle Azioni della Società di SEDOC S.r.l, SDG S.r.l., Fabio Leonardi, Massimo Bonifati e Davide Cignatta, a patto che a loro spetti il diritto di voto;
- (e) trasferimenti *mortis causa*.

Rischi connessi alla non contendibilità dell'Emittente ad esito dell'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia

L'Emittente è controllato, ai sensi dell'art. 2359 c.c., dal suo AD Fabio Leonardi tramite SEDOC S.r.l. (di cui detiene una partecipazione del 65%), società a sua volta titolare di una partecipazione del 97% del capitale dell'Emittente (il 51,5% tramite SDG S.r.l.).

In seguito all'ammissione alle negoziazioni, assumendo l'integrale sottoscrizione delle Azioni rivenienti dagli Aumenti di Capitale, Fabio Leonardi continuerà ad esercitare il controllo dell'Emittente con una partecipazione, diretta e indiretta, pari a circa il 42,33% del capitale sociale dell'Emittente. L'Emittente non sarà, perciò, contendibile e il Sig. Leonardi avrà un ruolo determinante nell'adozione delle delibere d'Assemblea, quali l'approvazione del bilancio, la distribuzione di dividendi, la nomina e la revoca dell'organo amministrativo e di controllo, le modifiche del capitale sociale e statutarie.

Principali Azionisti

La tabella mostra la compagine sociale dell'Emittente in caso di integrale sottoscrizione delle 2.500.000 Azioni rivenienti dagli Aumenti di Capitale Istituzionale e Retail.

Azionista	Numero di Azioni	% capitale sociale
SDG Innovative Tech. S.r.l.	3.605.000	37,95%
SEDOC Digital Group S.r.l.	3.185.000	33,53%
Fabio Leonardi	136.500	1,44%
Davide Cignatta	42.000	0,44%
Massimo Bonifati	31.500	0,33%
Mercato	2.500.000	26,32%
Totale	9.500.000	100,0%

Ora viene illustrata la compagine azionaria all'esito dell'Aumento di Capitale Warrant, assumendo l'integrale esercizio dei Warrant e la correlata integrale sottoscrizione delle Azioni di Compendio da parte di tutti i soci a cui i Warrant sono stati attribuiti.

Azionista	Numero di Azioni	% capitale sociale
SDG Innovative Tech. S.r.l.	3.605.000	33,53%
Sedoc Digital Group S.r.l.	3.185.000	29,63%
Fabio Leonardi	136.500	1,27%
Davide Cignatta	42.000	0,39%
Massimo Bonifati	31.500	0,29%
Mercato	3.750.000	34,88%
Totale	10.750.000	100,0%

Diritti/obblighi d'acquisto sul capitale autorizzato ma non emesso

Fatta eccezione per l'Aumento di Capitale Istituzionale, l'Aumento di Capitale Retail e l'Aumento di Capitale Warrant deliberati dall'Assemblea Soci in data 25 luglio 2019, ad ora non sono stati concessi diritti di opzione sugli strumenti finanziari dell'Emittente.

Quanto alle citate delibere del 25 luglio in sede di ammissione, l'Emittente ha previsto:

a) di dar luogo ai seguenti aumenti di capitale, a pagamento inscindibile e senza diritto d'opzione, a servizio dell'offerta finalizzata all'ammissione sull'AIM, a tali condizioni:

- primo aumento destinato ad Investitori **Qualificati** ("*Collocamento Istituzionale*"), per massimi 175.000,00 euro e 1.750.000 Azioni, fatto salvo l'incremento in caso di non integrale Collocamento Retail;

- secondo aumento di capitale destinato ad investitori **non qualificati** ("*Collocamento Retail*"), per massimi 75.000,00 euro e 750.000 Azioni;

- l'efficacia delle sottoscrizioni raccolte sarà condizionata al raggiungimento di tante sottoscrizioni che consentano la costituzione del flottante minimo del 10% per il rilascio del provvedimento di inizio negoziazioni da parte di Borsa Italiana;

- la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Istituzionale potrà aver luogo anche dopo l'inizio delle negoziazioni sull'AIM, e quindi anche in più volte, fermo restando che a coloro che lo faranno non potranno essere attribuiti Warrant e che il prezzo da essi dovuto non potrà essere inferiore a quello pagato fino all'inizio delle negoziazioni;

- il termine finale per la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Istituzionale viene fissato al 30 giugno 2020, mentre quello per l'Aumento di Capitale Retail al 31 dicembre 2019. Le azioni eventualmente non sottoscritte nel Collocamento Retail potranno essere offerte nel Collocamento Istituzionale.

b) di emettere massimi 2.500.000 Warrant, abbinati gratuitamente alle Azioni sottoscritte nell'ambito del collocamento finalizzato all'ammissione sull'AIM Italia, nel rapporto di un Warrant ogni Azione sottoscritta, di cui: massimi 1.250.000 emessi alla data di inizio negoziazioni, negoziabili sull'AIM Italia separatamente dalle Azioni, nel rapporto di 1 Warrant ogni 2 Azioni; massimi 1.250.000 da emettersi 180 giorni dopo la data di inizio negoziazioni ("Seconda Data di Emissione"), negoziabili sull'AIM in via separata dalle Azioni a partire da tale data, fermo restando che il diritto a ricevere tali ulteriori Warrant decadrà per la quota di Azioni cedute prima della Seconda Data.

c) di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, in via scindibile, per l'importo massimo di 125.000,00 euro oltre sovrapprezzo, a servizio dell'esercizio dei Warrant, mediante emissione di massime 1.250.000 Azioni. I Warrant, liberamente trasferibili, circoleranno in via separata dalle Azioni cui sono abbinati.

I titolari dei Warrant hanno la facoltà di sottoscrivere le Azioni di Compendio nel rapporto di un Azione per ogni due Warrant posseduti, e potranno essere sottoscritte in ogni momento nei periodi di esercizio, come definiti nel Regolamento Warrant.

Proventi netti totali e stima delle spese legate all'ammissione sull'AIM Italia

I proventi netti derivanti dall'Offerta sono di circa 6,2 milioni di euro. Le spese stimate per il processo di Ammissione ed Offerta, incluse le commissioni a EnVent Ltd quale intermediario incaricato del collocamento, ammontano a circa 0,94 milioni di euro.

Ammontare e percentuale della diluizione immediata derivante dall'offerta

Sono state offerte in sottoscrizione a terzi Azioni al prezzo di €2,86 ognuna.

La tabella che segue confronta il valore del patrimonio netto per azione dell'ultimo stato patrimoniale pre-collocamento e il prezzo di offerta in tali Aumenti di Capitale.

Patrimonio netto per azione al 30-06-2019 consolidato (azioni post frazionamento)	Prezzo per azione dell'Offerta
Euro 0,4487	Euro 2,86

Assumendo l'integrale sottoscrizione delle Azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale Istituzionale e Retail ed altresì l'integrale esercizio dei Warrant, l'azionista SDG Innovative Technologies S.r.l. vedrà la sua partecipazione diluita del 33,53%.

Contratti di finanziamento

Il Gruppo è parte di una serie di contratti di finanziamento con Banco BPM S.p.a che contengono clausole e impegni per il debitore, tipici per tale tipologia di accordi, la cui violazione potrebbe dar luogo ad ipotesi di decadenza dal beneficio del termine, risoluzione espressa o recesso dal rapporto e, di conseguenza, al rimborso anticipato.

Primo Finanziamento BPM

Sottoscritto il 15 gennaio 2019 per un importo di €151.376,99, prevede una durata di 19 mesi. Questo contratto riconosce a Banco BPM la facoltà di avvalersi della dichiarazione di decadenza dal beneficio del termine al verificarsi di una delle ipotesi di cui all'art. 1186 c.c. (procedure concorsuali, ipoteche a carico dell'Emittente...), che, a giudizio dello stesso istituto, possano arrecare pregiudizio alla sicurezza del credito. Prevista altresì la facoltà per BPM di risolvere il contratto ai sensi dell'art. 1456 c.c., nel caso di non puntuale pagamento, in tutto o in parte, di una qualsiasi somma dovuta. Dall'altro lato, l'Emittente può richiedere, per iscritto, con preavviso di almeno 30 giorni ed alle date di scadenza delle rate, l'estinzione anticipata, totale o parziale, del

finanziamento; in tal caso dovrà corrispondere all'istituto di credito, oltre al capitale, gli interessi e le pertinenti spese ed oneri.

Il Finanziamento è assistito da garanzia fideiussoria pari a 150.000,00 euro, concessa da SEDOC S.r.l. a garanzia dell'adempimento delle obbligazioni assunte dall'Emittente.

Secondo Finanziamento BPM

Sottoscritto il 29 agosto 2019 per un importo di 300.000 euro per sopperire a parte del fabbisogno finanziario relativo all'aumento di capitale circolante, tale finanziamento prevede una durata di due anni, oltre un periodo di preammortamento di un mese.

L'Emittente ha la facoltà di estinguere in anticipo il finanziamento, comunicandolo per iscritto con preavviso di 45 giorni, con commissione del 3% dell'importo rimborsato.

Previste per l'istituto di credito sia la facoltà di dichiarare la decadenza dal beneficio del termine (art. 1186 c.c.), sia la facoltà di risolvere il contratto (art. 1456 c.c.).

Anche tale finanziamento è assistito da fideiussione, di importo pari a 300.000,00 euro, fornita da SEDOC S.r.l. a garanzia dell'adempimento delle obbligazioni dell'Emittente.

Terzo Finanziamento BPM

Sottoscritto da Life Your Brand S.r.l. il 29 agosto 2019 per un importo di 100.000,00 euro per sopperire a parte del fabbisogno finanziario relativo all'aumento di capitale circolante, anche tale finanziamento ha una durata di due anni con preammortamento.

Previsti stessi obblighi e diritti dell'Emittente e diritti del soggetto creditore presenti nel Secondo Finanziamento, senza però alcuna garanzia fideiussoria di SEDOC S.r.l.

2.3.4 Panoramica delle attività e business del Gruppo

Il Gruppo opera nel settore dell'*Information Technology* ed è specializzato nel fornire alla propria clientela una vasta gamma di servizi e soluzioni tecnologiche a supporto della digitalizzazione del *business* delle imprese clienti, con *focus* sulla *cyber security*.

Nel 2019 l'Emittente, da rivenditore di servizi, diventa vera e propria *tech company*, lanciando sul mercato soluzioni proprietarie personalizzate di *cyber security*.

L'Emittente combina l'apprendimento artificiale con l'intelligenza umana di personale altamente qualificato, i motori principali per lo sviluppo competitivo del Gruppo, in modo da garantire sicurezza, continuità e resilienza agli investimenti dei clienti, semplificandone allo stesso tempo le complesse procedure gestionali interne.

L'Emittente rafforza le competenze distintive investendo in tecnologie di intelligenza artificiale, *machine learning* e *big data*, a sostegno dei servizi gestiti che propone.

L'Emittente detiene una partecipazione del 100% del capitale sociale di Life Your Brand S.r.l. (LYB) e di MFD International S.r.l. (MFD). **LYB** offre ai clienti i seguenti servizi:

- *software house*, servizi consulenziali con *software* sviluppati dallo stesso Emittente, per gestire e velocizzare i processi aziendali ed automatizzare le procedure interne;
- *digital marketing*, per lo sviluppo di processi e competenze digitali, la definizione di strategie di *marketing*, il supporto nelle scelte di comunicazione e *web design*, la progettazione e creazione di piattaforme di vendita;

MFD detiene una partecipazione del 100% del capitale sociale di DFM Virtual Service LLC, società con sede a Kiev, che opera 24/7 365 giorni l'anno, che svolge per le società appartenenti al Gruppo, un'attività sinergica con MFD nei seguenti settori:

- managed services;
- *help desk* (supporto telefonico o remoto illimitato);

- *sviluppo* di *software* quali Wordpress, Python, iOS, Android e SAP Business One;
- *accounting outsourcing*, erogando servizi amministrativi tramite processi e *software* ingegnerizzati in termini di efficienza operativa e digitalizzazione dei dati contabili.

L'Emittente, come detto sopra, è controllato per il 97% da SEDOC Digital Group S.r.l., gruppo affermato nel settore dell'IT che ha raggiunto il quarto posto nel *ranking* MSP EMEA 501 2019¹⁹ e il 95° posto nel *ranking* mondiale, e che ha alle spalle 46 anni di esperienza, più di 150 risorse umane, ed oltre 1.500 clienti e 30.000 dispositivi gestiti. L'offerta dell'Emittente si articola in tre *business unit*: (i) *cyber security services*; (ii) *managed services*; e (iii) *digital transformation*. Di seguito si riportano i ricavi dalle vendite dell'Emittente, per *business unit*, al 30 giugno 2019 e al 31 dicembre 2018.

Ricavi totali	31.12.2018	Inc. %	30.06.2019	Inc. %
Cyber Security	865	19%	512	19%
Managed Services	2.873	63%	1.915	73%
Digital Transformation	837	18%	207	8%
Totale	4.575	100%	2.634	100%

Nel 2017 l'Emittente ha avviato il progetto **Cyberoo Lab**, un *network* di HUB tecnologici proprietari con l'ambizione di creare soluzioni intelligenti a supporto della sicurezza e continuità operativa delle aziende clienti. Il primo HUB è stato costituito a Kiev, centro tecnologico ad alto potenziale e disponibilità di risorse umane specializzate nel tema.

¹⁹ Classifica delle top 501 Società di servizi gestiti per fatturato nell'area Europa, Medio Oriente, Africa.

Nel 2018, l'Emittente ha poi avviato e sviluppato un progetto di R&D basato su analisi, studio e progettazione in un contesto di sviluppo sperimentale, giungendo a due soluzioni: *Cyber Security Intelligence* (CSI) e *Open Source Intelligence* (OSINT).

In particolare, **CSI** è una soluzione che mette a sistema diversi servizi innovativi volti ad identificare nel *web* (*clear, deep e dark²⁰*) tutti i segnali che possano far supporre la presenza di attività propedeutiche alla violazione della sicurezza *cyber* delle realtà monitorate o che un attacco è già avvenuto, e quali servizi e dati sono stati impattati.

OSINT, invece, è l'insieme delle attività di raccolta e analisi delle informazioni presenti sulle fonti pubbliche o ad accesso ristretto, al fine di proteggere la sicurezza del cliente, fornendo una visione delle minacce *cyber* per lo stesso.

L'Emittente ha altresì sviluppato *Cypeer* (**CY**), sistema evoluto che raccoglie e correla in una sola piattaforma di facile utilizzo tutte le informazioni e accessi provenienti da applicativi di sicurezza interni all'ecosistema IT delle imprese clienti, individuando attacchi e problematiche latenti e notificandole immediatamente all'*i-SOC* (*Intelligence Security Operation Center*). La piattaforma intelligente di CY integra i servizi di sicurezza verticali dei clienti, imprescindibili per una difesa primaria ma mancanti di comunicazione reciproca e con dei *gap* sfruttati dal *cyber crime* per attacchi complessi.

Offerta e clienti

L'Emittente si rivolge alle medie imprese, contando oltre 600 clienti, con un portafoglio di soluzioni ampio sviluppato tramite le più avanzate tecnologie. Il portafoglio clienti è

caratterizzato da un elevato tasso di fidelizzazione e, infatti, l'attività di *cross selling* e *up selling* è facilitata dalla fiducia riposta dai clienti nelle soluzioni offerte dal Gruppo.

L'Emittente propone soluzioni semplici ma soprattutto personalizzate: consente, infatti, di comporre l'offerta in modo flessibile per ogni esigenza, costruendo con il cliente pacchetti personali in base al livello desiderato di servizio (base, pro e full).

La commercializzazione dei servizi del Gruppo avviene attraverso tre modalità:

a) vendita diretta mediante un *team* di cinque persone che effettua circa 250 chiamate utili e fissa circa 75 appuntamenti per settimana; b) *partnership* con rivenditori e players qualificati in grado di commercializzare le soluzioni proprietarie Cyberoo; c) *e-commerce*, con l'Emittente che sta sviluppando un sistema proprietario per vendere inizialmente i prodotti di base per poter poi offrire le soluzioni proprietarie.

Descrizione dei servizi dell'Emittente

I servizi offerti dall'Emittente sono declinati in tre linee di *business* principali: a) *cyber security services*; b) *managed services*; e c) *digital transformation*.

A) Cyber security services

Antispam

Servizio acquistato da terzi che mette a disposizione dei clienti un'infrastruttura remota operativa presso un primario fornitore nazionale ed articolata tramite due centri dati situati sul territorio italiano, in grado di analizzare i messaggi di posta elettronica, individuando sia quelli indesiderati che eventuali minacce informatiche.

²⁰ Sottoinsieme del deep web, ossia siti privati e/o pagine del web non ancora indicizzati dai comuni motori di ricerca, normalmente irraggiungibile con normale connessione internet, che permette di

Antivirus

Servizio acquistato da terzi e declinato in tre differenti versioni: i) base: fornitura del programma *antivirus* e sua gestione (aggiornamenti, installazione e segnalazioni), con ricezione di segnalazione per il cliente in caso rimanga vittima di un *virus*; ii) pro: oltre al servizio base aggiunge la rimozione da remoto dei *virus* da parte del personale specializzato, nonché l'intera gestione degli aggiornamenti di sistemi e principali applicazioni; iii) full: aggiunta della rimozione di *malware* e *virus* in loco.

Web security

Servizio che sfrutta la soluzione *cloud* Cisco Umbrella e consente alle aziende di definire e applicare regole sull'utilizzo di internet, in modo da impedire ai dipendenti di assumere comportamenti illeciti dannosi per l'immagine aziendale. Allo stesso tempo, il *software* mette in sicurezza l'accesso ad Internet, impedendo attacchi sul protocollo DNS²¹, utilizzato da oltre il 90% dei *malware*. Il servizio prevede la registrazione dei siti *web* visitati dagli utenti del cliente e il blocco dell'accesso ad essi, al fine di contrastare le infezioni da *malware* e ridurre gli effetti del *phishing* e *ransomware*²². Il servizio consente un controllo costante della navigazione internet e una limitazione di accesso ad Internet per certe categorie (*white o black list*), con *report* avanzati sulla sicurezza.

Log management

navigare in modo anonimo e su reti sovrapposte ad Internet...spesso usate per attività illegali.

²¹ Sistema dei Nomi di Dominio, usato per assegnare nomi ai nodi della rete (host), creando un database distribuito di server DNS, dove ogni nodo-dominio (com, org, it) gestisce una parte di informazioni.

²² Phishing è una tecnica usata per acquisire informazioni riservate e compiere operazioni fraudolente. Il ransomware, invece, è un tipo di malware che rende inaccessibili i dati infettati o cripta i file, chiedendo il pagamento di un riscatto per ripristinarli.

Con l'introduzione da parte del Garante Privacy della normativa relativa al Controllo degli Accessi (*Log*) degli Amministratori di Sistema, che impone di registrare gli accessi ai sistemi di elaborazione dati e agli archivi per comprenderne i riferimenti temporali e la descrizione, l'Emittente offre il servizio interno di *log management*, che archivia e cataloga gli eventi di *log in*, *log out* e *log fail* da sistemi come Windows e Linux.

Il servizio raccoglie i *log* per verificare anomalie nella frequenza degli accessi e nelle loro modalità, garantendo una gestione ottimale delle specifiche esigenze aziendali.

Threat hunting

Considerato che gli attacchi informatici non sono più rivolti ad una grande massa di dispositivi, bensì costruiti su misura da personale esperto per determinati bersagli, l'individuazione di questi attacchi sofisticati non può essere garantita con le classiche soluzioni di difesa quali *antivirus*, *antispam* e *web security*. A tal proposito, l'Emittente offre il servizio di *threat hunting* che prevede una forte collaborazione fra le sue figure specializzate e gli esperti di sicurezza della Kaspersky Lab, società che commercializza l'omonimo l'antivirus. I dati raccolti dal programma antivirus vengono inviati ai sistemi di analisi automatica della Kaspersky Lab per essere approfonditi; eventuali minacce riscontrate vengono analizzate da un esperto Kaspersky e, se i comportamenti dannosi venissero confermati, il personale Kaspersky coinvolge gli esperti dell'Emittente.

Security awareness

Essendo sempre più frequenti gli episodi di fuga di dati causati dagli utenti, l'Emittente mette a disposizione dei clienti una piattaforma *e-learning* relativa alla sicurezza informatica, dove è possibile seguire corsi su vari argomenti volti a migliorare la consapevolezza dei dipendenti sulle minacce informatiche presenti sul mercato e web.

Carattere distintivo dell'Emittente è la capacità di offrire servizi di *cyber security* che garantiscono una visibilità completa del perimetro di sicurezza aziendale rispetto all'obsolescenza dei sistemi tradizionali, non più sufficienti per i motivi che seguono:

- si limitano ad identificare e bloccare le minacce comuni e vulnerabilità già conosciute;
- non offrono agli amministratori IT una panoramica completa sulle minacce, né un monitoraggio simultaneo delle attività e processi degli *endpoint*²³ e delle loro relazioni;
- non offrono una mappatura integrata o correlazione tra i risultati provenienti da vari meccanismi di identificazione per creare un'immagine completa dell'incidente.

Alla luce di tutto ciò, l'Emittente, grazie anche alle proprie competenze e conoscenze in termini di servizi di *cyber security* e delle differenti tipologie di minacce riguardanti i clienti, ha sviluppato soluzioni proprietarie innovative di elevata affidabilità. A tal proposito, in aggiunta ai servizi sopra descritti e nell'ambito della *cyber security*, si ricordano i citati servizi relativi a *Cyber Security Intelligence (CSI)* e *Cypeer (CY)*.

B) Managed services

Data center management

L'Emittente gestisce le infrastrutture e garantisce la protezione dei dati dei clienti per la continuità di *business*. Il servizio prevede la gestione dei *server*, degli apparati di rete (*switch, router, firewall* e fibre) e delle unità dischi presenti nel centro dati oltre ad una gestione proattiva delle problematiche *hardware* e *software* sui dispositivi gestiti.

L'Emittente offre anche il servizio di *back-up management*, per garantire ai clienti una gestione completa del salvataggio dei dati e delle macchine virtuali, sia monitorando il processo di salvataggio, sia eseguendone il ripristino eventuale. Inoltre, è stato ideato

²³ Dispositivi mobile o remoti, come telefoni, tablet, laptop e computer, collegati ad una stessa rete.

il servizio di *back-up in cloud* per una maggior affidabilità della salvaguardia aziendale, archiviando i dati salvati all'interno di un contenitore presso un centro dati di SEDOC.

Cloud management

L'Emittente offre ai propri clienti infrastrutture ed applicazioni *cloud* ad elevata *performance* che, oltre a ridurre i costi di infrastruttura, consentono scalabilità e agibilità virtualmente illimitate, nonché un elevato grado di sicurezza.

In particolare, l'Emittente propone una soluzione *Infrastructure-as-a-Service (IaaS)*²⁴ basata su prodotti *leader* di mercato nei rispettivi settori, offrendo un servizio chiavi in mano alla propria clientela che, grazie alla elevata disponibilità dei propri dati ed applicativi, può dedicare maggiori risorse allo sviluppo del core business. Il servizio IaaS è erogabile secondo due modalità: a) *cloud*, dove dati e servizi del cliente sono ospitati presso un *data center* di proprietà di terzi di primaria importanza nazionale (per aziende multi-sede); b) *on premise*, dove dati e servizi sono ospitati in una infrastruttura interna alla sede del cliente (per aziende di produzione o mono-sede).

Device management

L'Emittente effettua gestione e monitoraggio tramite sistemi basati sull'intelligenza artificiale in grado di rilevare gli eventi di ogni dispositivo interno alla rete del cliente, garantendone la massima efficienza operativa. Il servizio di *help desk* sempre attivo consente al personale di essere più produttivo nelle proprie prestazioni, riducendo le problematiche in grado di limitarne l'attività, con un maggior controllo delle postazioni, monitoraggio dello stato *hardware* e *software* e degli aggiornamenti.

²⁴ Esternalizzazione evoluta di tutte le risorse legate all'ICT, attraverso il cloud computing che ormai permette, grazie alla programmazione software, di spostare sulla nuvola ogni apparato di rete.

L'Emittente, grazie ad una profonda conoscenza dell'ecosistema IT e degli strumenti di monitoraggio, ha ideato, sviluppato e registrato presso la SIAE la soluzione Titaan per una miglior gestione dei servizi tramite intelligenza artificiale, *deep learning* e *big data*.

Titaan è un *System behaviour analyser* per il monitoraggio informatico che supera i sistemi classici, in quanto è in grado di raccogliere e correlare in un'unica soluzione i *log* di servizi, applicativi, *server* virtuali, infrastruttura *server* e *di rete*. Tale sistema è in grado, con una *dashboard* di reportistica sia in tempo reale che predittiva, di prevenire le inefficienze sui sistemi, riducendo il costo di gestione delle stesse. Tramite l'intelligenza artificiale, esso è in grado di capire quando un dispositivo devia dal comportamento usuale, di comunicare in modo automatico la presenza di una anomalia e di stabilirne la gravità, eliminando i falsi positivi²⁵ e risolvendo il problema. Il servizio Titaan si caratterizza per tre profili peculiari, che garantiscono alta sicurezza:

1. proattività: capacità di individuare quando un sistema/macchina inizia a degradare con uno scarto di 70 secondi e, una volta individuata un'anomalia, di fornire un *alert*;
2. analisi delle cause: capacità di circoscrivere il problema in tempi rapidi sulla base di una correlazione tra più metriche, monitorandone valori attesi e attuali e individuando esattamente chi e in che modo sta causando un mal funzionamento;
3. predittività: effettua un'analisi predittiva sul dimensionamento della macchina fino a otto settimane e, sulla base di tale analisi, è in grado di comunicare cosa avverrà in caso di anomalie eventuali sulla macchina, riconoscendone l'intervallo di confidenza.

C) Digital transformation

²⁵ Ad esempio un antivirus che considera dannoso un programma innocuo, generando un falso allarme.

L'Emittente vuole favorire ed implementare la tecnologia digitale in tutte le aree aziendali, cambiando radicalmente la loro operatività, cultura e valore creato.

I servizi di *trasformazione digitale* comprendono le soluzioni di seguito descritte.

- CRM (*Customer Relationship Management*) è un *software* manageriale, strategico ed operativo, che pone il cliente al centro dell'azienda, consentendo di creare un'efficace pianificazione, gestione e monitoraggio di tutte le attività ad esso correlate. Le funzioni non si esauriscono nella gestione operativa delle attività, ma ne garantiscono una effettiva progressione lungo l'intero percorso di vendita, permettendo altresì di personalizzare le relazioni e l'offerta con i propri contatti in base alle loro esigenze.

- HRM (*Human Resources Management*) è un *software* ideato da LYB per supportare l'attività operativa dei dipendenti, garantendone risultati immediati ed ottimizzazione.

L'applicativo è in grado di gestire con efficienza le presenze in azienda, le entrate-uscite dei dipendenti, le richieste per ferie e permessi e i rimborsi spese. Inoltre, il *software* include moduli per l'assegnazione dei compiti di progetto, con annessa misurazione della performance individuale per dipendente, consente di creare una sezione per lo scambio di documenti fra colleghi e di gestire i processi legati alle HR.

- PMS (*Product Management System*) è una soluzione che consente alle aziende di organizzare i dati dei propri prodotti, spesso frammentati perché veicolati da reparti specifici, accentrando in un unico sistema. Le funzionalità di integrazione con gestionali e *software* aziendali rendono il PMS uno strumento con un'interfaccia strutturata, che automatizza i processi di gestione, ricerca, raccolta e pubblicazione su più canali aziendali (*website*, B2B, B2C) dei dati relativi ai servizi commercializzati.

- Check in point è una soluzione ideata da LYB per soddisfare la precisa esigenza delle aziende di gestire l'accoglienza dei visitatori in *reception* in modo automatizzato, tutelando le esigenze di sicurezza e migliorando l'immagine di azienda all'avanguardia. In particolare, questa *app* è capace di gestire il *check in* sia tramite iPad sia in modalità Kiosk, in cui ospiti nuovi o ricorrenti possono effettuare l'accesso sia in azienda sia tramite *reception*, disponendo di un pannello in cui visualizzare lo stato degli accessi.

- Digital Marketing: comprende tutte le attività di *marketing* aziendale volte a sviluppare la propria rete commerciale, analizzare e prevedere i *trend* di mercato e creare offerte nel profilo del cliente *target*, commercializzare beni/servizi, aumentare clienti e loro redditività, nonché rafforzare il brand. Le attività di *digital marketing* sono: a) SEO (*Search Engine Optimization*), che consente di ottimizzare i metodi di ricerca, agendo sui contenuti di un sito web affinché la sua struttura sia di facile indicizzazione; b) *social media marketing*, basata sulla gestione operativa dei canali *social* e realizzazione di immagine coordinata personalizzabile; c) *web advertising e marketing*, ossia quelle attività di comunicazione e campagne promozionali via web per incrementare la visibilità del *brand* ed acquisire nuovi clienti; d) *web design*, per la realizzazione e sviluppo di siti e portali web con le più moderne tecnologie di programmazione, *scripting* per il web, competenze di grafica e *content marketing*²⁶; e) *e-commerce*, sviluppando un'efficace piattaforma di vendita online.

- app mobile: realizzazione di applicazioni *mobile* per *smartphone*, *tablet* e altri sistemi *touch*, utili per la comunicazione interna ed esterna alle aziende, semplice e flessibile.

²⁶ Tipologia di marketing che prevede la creazione e condivisione di media e contenuti editoriali (news, video, infografiche, articoli) puntando ad acquisire clienti e monetizzare un sito web.

Fattori chiave di successo

Settore in forte crescita, con un ampio spettro di opportunità di sviluppo.

Personale dotato di competenze specifiche e management con elevato know-how, capaci di offrire un set completo di soluzioni IT a valore aggiunto per clienti strategici.

*Comprovata capacità di M&A, maturata nel perseguimento della strategia di crescita attuata, riguardo alle attività di selezione di aziende *target* e loro integrazione interna.*

Capacità di offrire soluzioni tecnologiche innovative in house, grazie ad un costante investimento in R&S competitivo ed un forte orientamento all'innovazione dei servizi.

*Cyberoo LAB a Kiev, un network di HUB tecnologici proprietari con l'ambizione di creare soluzioni intelligenti e competitive nel mercato internazionale a supporto della sicurezza, ispirato dalla specializzazione umana nella *cyber security* e bassi costi locali.*

Canoni ricorrenti annui e pricing competitivo dei contratti proposti e delle soluzioni proprietarie offerte, in rapporto alla spesa IT e alle altre soluzioni presenti sul mercato.

Appartenenza a SEDOC Digital Group, in grado di offrire opportunità di forte espansione nel mercato di riferimento, come rivenditore dei prodotti dell'Emittente.

2.3.5 Principali mercati e posizionamento competitivo

Il mercato del digitale

La digitalizzazione rappresenta un pilastro fondamentale per lo sviluppo delle imprese e per garantirne la sostenibilità del modello di business, in uno scenario competitivo ad alto contenuto tecnologico e rapida introduzione di innovazioni radicali.

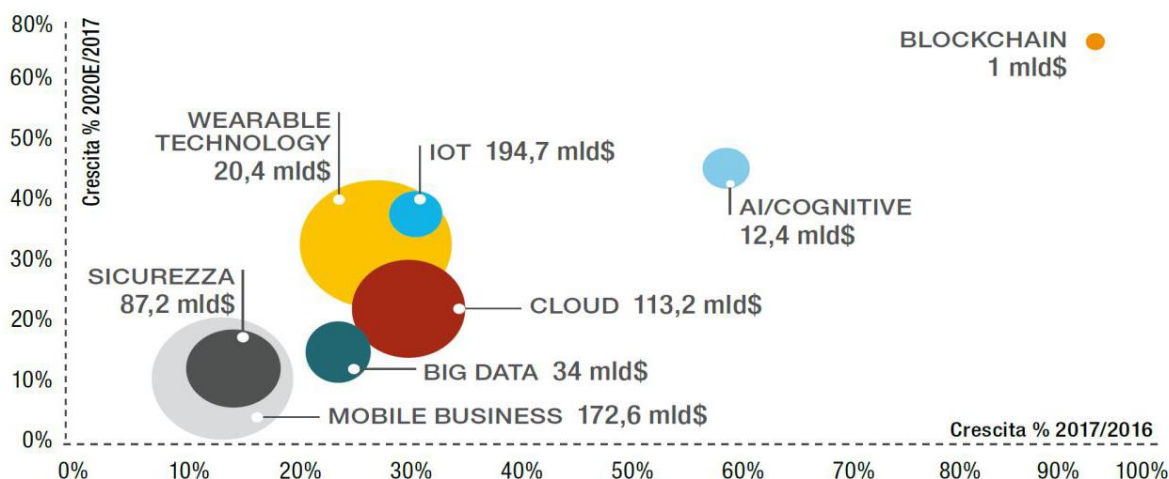
Questa forte accelerazione è stata possibile grazie alla convergenza di tre condizioni:

- disponibilità di dispositivi sempre più intelligenti a prezzi decrescenti;
- diffusione di infrastrutture di rete più avanzate;
- moltiplicazione di contenuti ed applicazioni che rendono sempre più vivibile

l'esperienza digitale.

I fattori che innescano questa rivoluzione e crescita del mercato digitale vengono definiti "Digital Enablers", tra cui: Blockchain, AI (Intelligenza Artificiale), IoT, Cloud, Big Data, Sicurezza, Mobile Business, Wearable Technologies (smartwatch, smartglasses).

Grandezza e crescita % dei Digital Enabler (Fonte: Il Digitale in Italia 2018, Assinform)



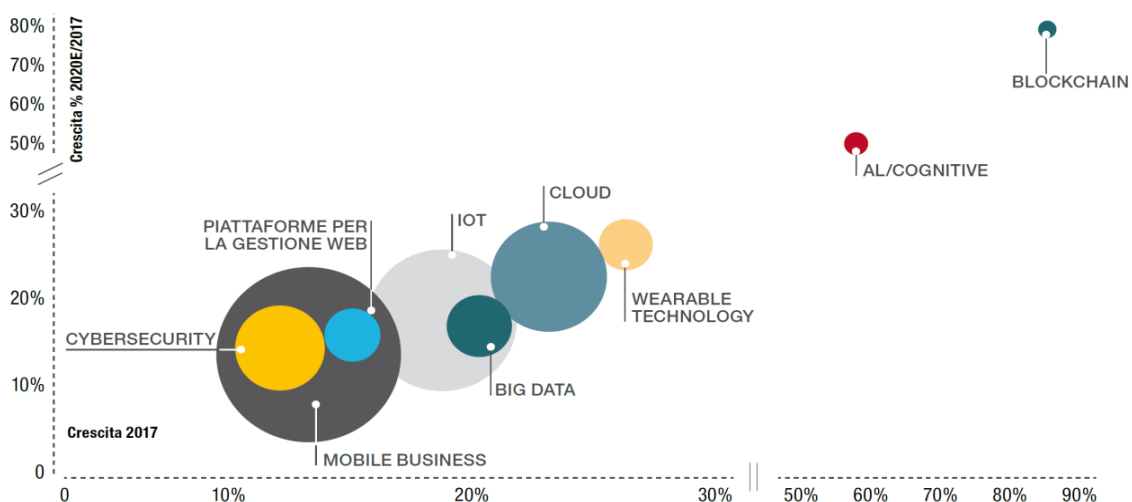
Come si evince dal grafico, la domanda mondiale di soluzioni di Security (87,2 miliardi di dollari, +11,8%) continuerà a crescere con l'aumentare delle minacce informatiche.

In Europa sarà spinta anche dall'esigenza delle aziende di rispettare i requisiti della *General Data Protection Regulation (GDPR)*, in vigore dal maggio 2018.

Il mercato digitale **italiano** è cresciuto del 2,3% nel 2017, promettendo crescite anche superiori, per effetto di un profondo cambiamento della domanda in tutti i principali

settori. Ora si presta molta più attenzione alle potenzialità delle piattaforme digitali e per questo i segmenti associati ai *Digital Enablers* crescono a doppia cifra.

Grandezza e crescita % italiana di ogni Digital Enabler



Anche nel mercato italiano della Sicurezza si è registrata una crescita 2016-2017, che ammonta a circa il 10% e che continuerà nei prossimi anni, dove si stima uno sviluppo del 12%, in lieve aumento. Il mercato del digitale in Italia supera i 68 Miliardi ed è previsto sfiorare, entro il 2020, i 75 Miliardi con una crescita CAGR del 2,74%.

Cybersecurity

Le attività di cyber spionaggio e sabotaggio crescono e assumono ormai le forme più svariate, dall'infiltrazione in infrastrutture critiche, al furto sistematico di informazioni per fini geopolitici, di predominio tecnologico, nonché propedeutici ad altri attacchi.

Nel periodo 2017-2018 si è verificata una crescita del 10%, con un valore di mercato di 152 Miliardi. Il trend continuerà nei prossimi anni, sfiorando i 250 Miliardi nel 2023.

Il 52% delle aziende sta aumentando il budget per la sicurezza (*cloud*, applicazioni e formazione) in media del 21%, dato che il 54% dei professionisti di *cyber security* anticipa imminenti e significativi attacchi informatici nelle aziende.²⁷

Prima di implementare queste strategie, però, le aziende devono affrontare tre ostacoli al rafforzamento della sicurezza informatica: la mancanza di personale qualificato (45%), a cui si collega l'intervento nella formazione, la mancanza di budget (45%) e la mancanza di consapevolezza della sicurezza tra i dipendenti (40%). Adottate queste misure, il 58% delle aziende stima di aver ridotto il numero di violazioni di oltre il 25%, avendo migliori informazioni sulle minacce e soluzioni di monitoraggio.

Ad accrescere il profilo di rischio delle organizzazioni stanno contribuendo quelle stesse tecnologie ormai imprescindibili per la loro attività, tra cui le tecnologie Mobili (*app*) sia per il personale interno che per i clienti, viste come quelle a maggior impatto.

La conferma della centralità della tematica è data anche dai trend del mercato della Cybersecurity, il cui valore nel 2018 si aggirava intorno ai 624 Milioni di Euro e con una tendenza che lo porterà a raggiungere i 774 Milioni nel 2020 (CAGR 15-20 del 10,7%).

Secondo stime Clusit, il numero di attacchi gravi in Italia, capaci di portare danni di immagine o finanziari di milioni di Euro, è quasi raddoppiato in 4 anni, toccando quota 1550 (61% ad alta criticità) nel 2018 con un aumento del 38% rispetto al 2017.

Managed Security Service Providers (MSSP)

Il *Managed Service Provider* si pone come soluzione pratica ai problemi delle aziende che, invece di investire direttamente risorse e tempo in una divisione a sé, la esternalizzano, lasciando a questo provider l'onere di gestire il processo (*outsourcing*).

²⁷ Fonte: *Crowd Research Partners*

Tale mercato è cresciuto molto, con un valore raggiunto di 173 Miliardi di Euro nel 2018 (+11%), ma il vero boom sarà nei prossimi anni con quasi 300 Miliardi nel 2023. Sfruttare soluzioni di sicurezza di terzi (47%), collaborare con un fornitore di servizi gestiti (41%) oppure assumere ulteriore personale di sicurezza (32%) sono modi complementari all'investimento interno per risolvere questi problemi. Per gestire meglio le minacce informatiche e ridurre il rischio di violazioni di sicurezza, le aziende richiedono tre capacità: rilevamento delle minacce (62%), analisi critica (43%) e blocco delle minacce (39%).²⁸

Dal 2016 ad oggi si è passati da quasi 4 Miliardi di euro di valore di mercato ai 5,7, mentre in futuro si raggiungeranno i 12,2 stimati per il 2022 (CAGR totale del 20,9%).

La competenza in materia di sicurezza (71%) è di gran lunga la capacità critica che le organizzazioni cercano di più negli MSSP, seguita dalla capacità di ridurre i costi ed economicità (54%), l'ampiezza di servizi/competenze (50%) e reputazione (48%).

Anche in Italia il mercato del Managed Security Service è in continua crescita dal 2015 con un valore attuale di mercato di 390 Milioni, e stimato di 500 Milioni per il 2020.

Per risolvere le crescenti preoccupazioni riguardo la sicurezza dei dati *in-the-cloud* e prevenire quelli futuri, circa un terzo delle organizzazioni ha previsto un aumento di *budget* per i servizi di sicurezza gestiti nel prossimo anno, mentre solo il 12% lo ridurrà.

Trasformazione Digitale

Mentre l'Industria 3.0 era focalizzata sull'automazione di singole macchine e processi, l'industria 4.0, già alla base della strategia di sviluppo di molte aziende, è guidata da tre trend: la digitalizzazione dell'intera *value chain*; la digitalizzazione dei prodotti-servizi

²⁸ Ricerca di *Crowd Research Partners*

offerti; un *business model* digitale innovativo, che combina connettività avanzata ed automazione, *cloud computing*, sensori e stampa 3D, algoritmi ed IoT e molto altro.

Riguardo al mercato italiano della *Trasformazione Digitale*, la crescita degli ultimi anni è straordinaria: CAGR 15-19 del 19,83% e € 2665 milioni di valore di mercato, che raggiungerà € 3700 Milioni nel 2020 (+1000 Milioni rispetto al 2018).

Anche se le economie sviluppate, almeno nel breve termine, trarranno più vantaggi dall'Industria 4.0, le economie emergenti sono quelle che avranno più da guadagnare da questo trend. Secondo un sondaggio PwC, i vantaggi si suddividono in tre categorie: miglioramenti in efficienza (il più condiviso), riduzione di costi e ricavi addizionali.

2.3.6 Strategia ed obiettivi futuri di gestione

Crescita per linee interne

Il Gruppo vuole incrementare il numero dei clienti e dei servizi offerti attraverso:

- attività di *marketing* per ridurre il *time-to-market* delle nuove soluzioni create;
- rafforzamento della forza vendita e della rete commerciale per ampliare la base clienti, tramite strategie di *cross-selling* e *up-selling*;
- aggiornamento delle soluzioni già sviluppate, strategiche per la crescita futura;
- rafforzamento dell'attività di ricerca e sviluppo, anche tramite il Cyberoo LAB.

Crescita per linee esterne

Le strategie di crescita mirano anche ad acquisizioni di aziende *target* per acquisire:

- nuovi clienti, al fine di offrire le soluzioni proprietarie dell'Emittente;
- *partnership* con rivenditori che, rivendendo le soluzioni proprietarie dell'Emittente, possano diminuire il *time-to-market*;

- personale altamente specializzato nella gestione di soluzioni di *cyber security*;
- accesso a mercati esteri penetrabili e profittevoli.

Principali Linee Guida e Assunzioni Ipotetiche dei Dati Previsionali (proiezioni) 2019

I Dati Previsionali 2019 prevedono ragionevolmente un valore della produzione consolidato di 6,6 milioni di euro e un Ebitda consolidato di 2,4 milioni (36,4%).

Il valore della produzione e l'Ebitda consolidati previsti sono le risultanti di stime effettuate alla luce dei contratti in essere, del *budget* dell'ultimo trimestre 2019 e tenendo conto della stagionalità ed i ricavi storici nell'ultimo trimestre del 2018.

Alla data del documento di ammissione si ritiene, confermato anche dal Nomad il 30 settembre 2019, che non ci siano elementi tali da poter dire che l'Emittente, in assenza di forti discontinuità che potrebbero presentarsi nella finalizzazione delle operazioni nel quarto trimestre 2019, non possa raggiungere le suddette stime di valore.

Normativa in materia di protezione dei dati personali²⁹

In data 25 maggio 2018 è diventato applicabile in tutti gli Stati membri il Regolamento UE 679/2016 ("GDPR") relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali. Il GDPR prevede, in particolare:

- sanzioni fino a Euro 20 milioni o al 4% del fatturato annuale per ciascuna violazione;
- requisiti stringenti per il consenso che l'interessato è tenuto, in certi casi, a prestare;
- diritti rafforzati per gli interessati, incluso il "diritto all'oblio", che prevede, in alcune circostanze, la cancellazione permanente dei dati personali dell'interessato;

²⁹ Caso CleanBnB, paragrafo "Fattori di rischio relativi all'Emittente", p.85 del presente lavoro.

– l’obbligo per i titolari del trattamento di mettere in atto misure tecniche e organizzative adeguate a garantire un livello di sicurezza adeguato al rischio.

Incentivi fiscali per investimenti in PMI Innovative

Secondo l’art. 4 del decreto attuativo del MEF del 7 maggio 2019, a partire dal periodo d’imposta 2017, gli investimenti agevolati³⁰, diretti o indiretti (tramite OICR o altra società di capitali che investa prevalentemente in tali PMI), in una o più “PMI innovative ammissibili”:

- (i) se effettuati da soggetto passivo IRPEF, sono detraibili dall’imposta lorda per il 30% dell’investimento fino a un massimo investito, per periodo d’imposta, di € 1 milione;
- (ii) se effettuati da un soggetto passivo IRES, sono deducibili nel calcolo dell’imposta per il 30% dell’investimento fino a un massimo investito, per periodo, di € 1,8 milioni.

Qualora le detrazioni (o deduzioni) spettanti siano di importo superiore all’imposta lorda (o al reddito dichiarato), l’eccedenza si può riportare in avanti a detrazione o in deduzione nei periodi successivi ma non oltre il terzo.

L’art. 5 del citato decreto riporta le condizioni per beneficiare delle agevolazioni:

- a) ricevimento e conservazione, da parte dell’investitore, di una certificazione della PMI Innovativa ammissibile, che attesti di non avere superato il limite massimo di conferimenti di € 15 milioni, o, se superato, l’importo per cui spetta la deduzione;
- b) ricevimento e conservazione, da parte dell’investitore, di copia del piano di investimento della PMI Innovativa ammissibile, contenente informazioni dettagliate sulla prevista attività dell’impresa, sui relativi prodotti e sull’andamento delle vendite.

³⁰ Definiti dall’articolo 3 del decreto.

Recepimento delle norme in materia di governo societario

Nonostante non sia obbligato a recepire le norme in tema di *governance* previste per le società quotate su mercati regolamentati, l'Emittente ha applicato delle disposizioni volte a favorire la tutela delle minoranze azionarie nel governo societario.

In particolare, l'Emittente ha nel suo Statuto:

- previsto il voto di lista per l'elezione del CdA e del Collegio Sindacale;
- previsto che abbiano diritto di presentare le liste gli azionisti che, da soli o insieme ad altri, siano titolari di Azioni rappresentanti almeno il 10% del capitale sociale;
- previsto l'obbligatorietà della nomina, in seno al Consiglio di Amministrazione, di almeno un amministratore con i requisiti di indipendenza stabiliti dall'art.148 del TUF;
- previsto che, a partire dalla data di quotazione, sarà necessaria l'autorizzazione dell'Assemblea nelle ipotesi di: (i) acquisizioni di partecipazioni, imprese o altri *asset* che realizzino un "*reverse take over*" ai sensi del Regolamento Emittenti AIM; (ii) cessioni di partecipazioni, imprese o altri *asset* che realizzino un "*cambiamento sostanziale del business*" ai sensi dello stesso Regolamento; e (iii) delibere che comportino l'esclusione o la revoca delle azioni della Società dalle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione, fermo restando che in tal caso si richiede il voto favorevole di almeno il 90% degli azionisti in Assemblea;
- previsto un obbligo di comunicazione per gli azionisti la cui partecipazione raggiunga, superi o scenda al di sotto di una delle soglie fissate dal Regolamento Emittenti AIM;
- inoltre, approvato una procedura per la gestione degli adempimenti informativi di *internal dealing*, oltre ad una procedura per la gestione delle informazioni privilegiate;
- infine, approvato un regolamento di comunicazioni obbligatorie al Nomad.

Si segnala, tuttavia, che gli attuali organi di amministrazione e controllo della Società non sono stati eletti in base al voto di lista previsto dallo Statuto. Tali meccanismi di nomina a garanzia delle minoranze verranno, infatti, applicati solo dopo la cessazione dalla carica degli attuali organi societari, in sede di approvazione del bilancio 2021.

2.4 - DATI RACCOLTI DALLE INTERVISTE ALLE SOCIETÀ COINVOLTE

Dopo un'analisi approfondita dei documenti di bilancio e legati all'ammissione all'AIM, obbligatori alla luce della maggior trasparenza richiesta, ho provveduto ad avviare dei contatti diretti con i responsabili di Investor Relations o comunque dell'area Finanziaria delle tre Società coinvolte nel presente capitolo.

Le domande, rivolte telefonicamente nei casi CleanBnB e Cyberoo e face-to-face nel caso Clabo, hanno ruotato intorno ai seguenti temi:

- ragioni e vicende aziendali alla base della scelta di quotazione;
- implicazioni in termini di reputazione e visibilità agli occhi degli stakeholders;
- eventuali acquisizioni e/o partnership poste in essere per ulteriore crescita;
- strumenti alternativi e/o complementari per attirare l'interesse e i capitali di ulteriori investitori (esempio: piattaforme di crowdfunding, Direct lending...);
- performance finanziaria post-IPO ed aspettative per il prossimo futuro;
- valutazione complessiva sull'esperienza all'AIM, vantaggi e svantaggi.

Di seguito, vengono riportati i principali risultati di tali contatti diretti con le Società.

2.4.1 Caso CLABO³¹

Scelta di corporate finance e filosofia gestionale: ragioni e contesto storico

Quella dell'AIM è stata una soluzione quasi obbligata nel preciso momento in cui si trovava l'impresa. Arrivava da una doppia ristrutturazione del debito che nel 2012 aveva scisso la componente immobiliare-ipotecaria da quella chirografario-bancaria, quest'ultima poi confluita nella NewCo operativa e futura Emittente Clabo Spa (costituita nel marzo 2014 da Clabo Group e trasformata in S.p.A. in ottobre).

La nuova società risultava più snella e riprese a generare flussi e reddito sufficienti a ripagare la finanza a medio-lungo termine concessa e rinegoziata dalle banche.

A quel punto, volendo evitare il consolidamento del business e puntando ad un deciso sviluppo, a livello di raccolta di Equity si trattava di scegliere tra due alternative, considerato che le banche puntavano ad uscire nel 2020: l'entrata nel capitale e nel management di un fondo di Private Equity, evitando nei primi anni di riorganizzazione strategica e operativa la quotazione; intraprendere il percorso di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari nel segmento AIM Italia di Borsa Italiana.

Considerate la solida esperienza nel settore e strutturata organizzazione interna, si è preferito mantenere un maggior potere di controllo e optare per la soluzione della quotazione all'AIM, avvenuta nel marzo 2015. In fase di IPO raccolse 7,5 milioni di euro oltre ad un ulteriore milione con il primo periodo di esercizio dei Warrant 2015-2021. Successivamente, considerato l'andamento negativo del titolo e il prezzo di esercizio fissato per i Warrant relativamente troppo alto, si decise di puntare su strumenti di debito, non essendo entrata abbastanza finanza per sostenere il Piano Industriale. La

³¹ Dati raccolti da colloquio con il Responsabile Amministrazione, Finanza e Controllo Paolo Bracceschi.

quotazione e il rispetto dei relativi requisiti in termini di governance e comunicazione agli stakeholders hanno dato maggior standing e reputazione al Gruppo, nonché permesso l'accesso a strumenti innovativi e ad investitori più solidi. Con l'emissione di mini-bond, Clabo ha raccolto prima 5 poi 8 milioni e un altro di 2,5 milioni sta per partire: gli investitori istituzionali, in fase di due diligence e strutturazione dell'accordo pre-sottoscrizione hanno avvalorato la ragionevole probabilità che le risorse concesse venissero rimborsate nei tempi stabiliti, data la solidità del business e del piano di sviluppo (soprattutto veicolato dalle controllate estere).

Inoltre è stato anche concesso un Direct lending per un valore di 3 milioni, sempre a titolo di debito, da una SGR con sede a Milano, ed emessi anche una serie di mini-bond short-term a tagli inferiori (circa mezzo milione ciascuno), da rimborsare entro 12 mesi, ad integrazione delle linee di credito a breve utili per finanziare il circolante operativo.

Questi strumenti, specie quelli quotati su ExtraMOT Pro, non sarebbero mai stati presi in considerazione senza l'accesso alla Borsa e annessa riorganizzazione del Gruppo.

La scelta tra Private Equity e AIM Italia dipende sia dalle necessità in termini di risorse finanziarie sia di know-how e competenze (management, business, digitali), sia soprattutto dalla maturità culturale e disponibilità al confronto del soggetto imprenditoriale, di solito più propenso a mantenere un saldo controllo del potere, a maggior ragione se di matrice familiare.

Il crowdfunding è uno strumento interessante, ma per ora non valutato alla luce dell'equilibrio finanziario raggiunto e sufficiente a garantire supporto alla realizzazione del Piano (Impresa 4.0, internazionalizzazione, efficientamento produttivo, ERP SAP).

Acquisizioni e/o partnership post-IPO per ulteriore sviluppo strategico

Le **acquisizioni** strategiche, fondamentali per la crescita e sopravvivenza competitiva sono state le già note società Easy Best in Cina e Howard McCray negli USA, con alcune criticità in termini di integrazione a livello di management e gestionale ERP SAP, ma vitali per la crescita dell'export, margini economici e quote di mercato. Tali acquisizioni sono state finanziate con strumenti di debito ripagati dai ricchi flussi di cassa generati. Con riferimento a **partnership**, Clabo è parte del progetto "SIMPLE", cofinanziato dal MISE, per lo sviluppo di una soluzione di manutenzione intelligente in grado di predire e valutare lo stato di salute del prodotto da remoto, con monitoraggio e pianificazione di interventi mirati presso la rete di rivenditori. In particolare è coinvolto un pool di 4 medio-grandi imprese (CLABO non più PMI, a livello di Gruppo, da quando ha consolidato HMC e Easy Best) innovative con progetti di R&D legati a Impresa 4.0, varie Università e laboratori.

Implicazioni in termini di reputazione e standing

I benefici della quotazione e di accesso ad una serie di servizi consulenziali e di diffusione commerciale del marchio sono stati palesi. I fornitori hanno beneficiato delle sempre più ricche e libere informazioni sia di bilancio che di comunicazioni di Borsa. I clienti-rivenditori hanno avuto una leva promozionale e di rappresentanza dei marchi aziendali di notevole impatto. Le banche e le istituzioni finanziarie hanno mostrato maggior disponibilità e fiducia sia nella ristrutturazione dei debiti sia quali potenziali sottoscrittori di emissioni obbligazionarie, assegnando rating migliori. Gli investitori, soprattutto Retail, hanno meglio controllato i loro investimenti.

Principale svantaggio/vincolo legato alla quotazione

Sicuramente l'onerosità sia in termini di investimenti, soprattutto in fase di IPO, che a livello di riorganizzazione aziendale richiesta al fine di poter pianificare e gestire ottimamente una tale scelta aziendale.

Riguardo al primo aspetto, generalmente i costi fissi (consulenze e revisioni) e variabili (offerta e negoziazione strumenti finanziari) sono superiori a quelli legati all'entrata di un fondo Private Equity: Clabo solo in fase di IPO ha speso attorno al milione di euro a fronte di una raccolta di 7,5 milioni, superando le stime di spesa media pari al 7-8% della raccolta di capitale. La speranza è che possano intensificarsi gli incentivi fiscali legati al processo di quotazione alla Borsa Italiana, attualmente coincidenti con i crediti d'imposta del 50%, promossi dalla Legge di Bilancio 2018, riguardo a tutti i costi per due diligence, revisione, consulenze e quotazione sostenuti nel triennio 2019-2021. Con riferimento ai costi organizzativi, invece, si parla di tutti quegli impegni finanziari a livello di professionisti e funzioni interne per sopperire ai più stringenti vincoli di revisione di bilancio, di comunicazione agli stakeholders, di marketing ed investor relations, nonché di gestione e monitoraggio delle controllate estere e così via.

Performance finanziaria dalla data IPO

Altra nota finora non lieta legata all'esperienza AIM Italia. Infatti, nonostante i solidi fondamentali di business (ricavi, ordini e margine Ebitda sempre in crescita), il valore del titolo ha mostrato un andamento solo in parte spiegabile e prevedibile dal Gruppo. La dovuta premessa è che sicuramente la liquidità media dei titoli scambiati su tale segmento di Borsa è inferiore rispetto ai riferimenti degli altri Indici borsistici, essendo caratterizzato da minori vincoli informativi e di trasparenza e, di conseguenza, presentando una platea di investitori istituzionali e professionali più circoscritta.

In ogni caso, dopo i buoni livelli raggiunti nel 2017 grazie sia agli investimenti nella controllata cinese e poi americana, sia con la diffusione dei PIR (che hanno veicolato i risparmi nel capitale di rischio delle PMI e raddoppiato la capitalizzazione in AIM Italia), il titolo ha iniziato a perdere quota, anche alla luce delle persistenti tensioni commerciali tra USA e Cina. I Warrant non hanno più rappresentato un'opzione. Dal valore unitario di € 2,5 in fase IPO (marzo 2015), il titolo ha raggiunto il suo massimo nel giugno 2017 sfiorando i 4 €, per poi iniziare una fase decrescente, prima graduale e in seguito più rapida, che l'ha portato a fine 2018 ad un valore unitario di € 1,5 (-40% dall'IPO, -63% dal massimo storico). A inizio 2020 il titolo viaggia intorno a € 1,2 e, a fine 2019, sono state riviste verso il basso le stime di crescita di ricavi e EBITDA.

In **conclusione**, ecco i principali spunti sull'esperienza quinquennale di Clabo all'AIM:

- soluzione positiva sia per Equity che per soluzioni di debito, alternativa al credito bancario tradizionale spesso inaccessibile o troppo oneroso per le PMI italiane, in grado di dare standing e supporto finanziario equilibrato a Piani Industriali solidi, sostenibili e controllabili (i fondamentali guidano le scelte degli investitori);
- necessaria predisposizione culturale al confronto con professionisti e consulenti esterni, nonché ad una minima condivisione di capitale sociale, linee strategiche e quante più informazioni price-sensitive possibili con la platea di stakeholders;
- sforzo organizzativo, compliance gestione-controllo e investimenti iniziali di enorme peso, perciò in mancanza di un tale impegno è preferibile la soluzione Private Equity;
- la liquidità e il grado di attività del segmento AIM è comunque ancora limitata e l'andamento del titolo e sue contrattazioni è poco prevedibile, in particolar modo

qualora vi sia una presenza non trascurabile di Investitori Retail (le cui logiche di investimento e decision-making non sono sempre accurate e razionali, in Italia);

- lo sbocco verso il segmento STAR è l'obiettivo più naturale per le PMI che intraprendano questo percorso, confermato dai 14 casi di imprese che nel 2019 sono passate al segmento superiore. I requisiti ed i controlli si fanno più stringenti e le consulenze più complesse, ma l'esperienza a livello di mercati finanziari, compliance e business ormai si consolidano ed i costi in proporzione ai benefici, rispetto alla fase AIM, impatterebbero in misura inferiore.

2.4.2 Caso CLEANBNB³²

Scelta di Corporate Finance AIM Italia, disintermediazione bancaria

Credito bancario non è più un'opzione per le start-up, preferibile la raccolta di capitali o tra privati o pubblica tramite quotazione. Raccolta tra privati ampiamente fattibile e semplice (anche Private Equity) con soggetti non necessariamente istituzionali, tramite trattative-round chiusi e non sempre pienamente trasparenti, sacrificando spesso buona parte della governance e peso decisionale a favore dei portatori di capitale.

La soluzione della quotazione all'AIM è più complessa e costosa, nonostante alcuni incentivi fiscali, e perciò lontana dall'essere una regola, richiedendo inoltre importanti requisiti di trasparenza verso il mercato, sottoporsi a due diligence, nuovo sistema di controllo e vigilanza agli imprenditori, spesso non disposti a certi cambiamenti. Il grande vantaggio però è che difende la governance e il potere dell'imprenditore, andandosi ad aprire ad investitori a cui concedere quote limitate del capitale e, anche

³² Dati raccolti da intervista telefonica all'AD Francesco Zorgno.

qualora andasse in minoranza, potrebbe mantenere il fulcro decisionale alla luce del know-how specifico ed esperienza maturata.

In aggiunta, vi sarebbero indubbi vantaggi in termini di visibilità-standing a livello di business anche extra-nazionale e nei mercati finanziari, specialmente nel caso in cui si volessero reperire importanti fondi per progetti di sviluppo di ampio respiro.

Insomma, il problema è più culturale che di localizzazione e settore d'appartenenza.

Questione del flottante e sottoscrizione dei Warrant

Molto interessante ed apprezzato dalla platea di investitori-sottoscrittori, discreti movimenti per quella che è una realtà in continua crescita e sviluppo.

Piattaforme digitali e canali alternativi di finanziamento. Come finanziare l'ulteriore crescita internazionale? La soluzione delle obbligazioni professionali su ExtraMOT?

Tracciabilità, semplicità d'uso ed accessibilità sono elementi fondamentali per un business dematerializzato e svolto principalmente online, attraverso software di prenotazione e pagamento online versatili ed immediati. Lo strumento Crowdfunding, invece, è stato ampiamente utilizzato, con raccolte per quasi un milione di euro. Riguardo alle obbligazioni professionali sono strumenti più strutturati e tipici del segmento STAR, ma recentemente le stiamo seriamente valutando, anche se prioritario e più alla portata rimane la soluzione della raccolta di equity.

Marketing strutturato per far conoscere i benefici della quotazione

Stiamo facendo molta cultura ai vari livelli, facendo strada a tanti come percorso virtuoso ma con molti sbarramenti e barriere all'ingresso, comunque in calo rispetto agli ultimi anni, per cui è un percorso ancora in salita ma ampiamente fattibile.

Eventuali ulteriori acquisizioni/partnership in programma e per quali benefici?

Sicuramente, in quanto permettono di accedere a risorse a condizioni vantaggiose altrimenti non sfruttabili. Finanziarle attraverso uno scambio di azioni quotate, permetterebbe di diventare soci (piccola quota) e avere la facoltà di uscire dall'investimento quando lo si ritiene più opportuno.

Si aspettano i primi risultati del piano industriale ed aggiornamenti presentati recentemente: per ora il titolo segue, per valore e quantità scambiate, un buon ritmo.

2.4.3 Caso CYBEROO³³

Scelta di finanza, cultura, marketing in due diligence per diffondere la via AIM

Capitali sul mercato erano necessari per finanziare gli importanti investimenti in tecnologia basata su intelligenza artificiale all'avanguardia.

La volontà era di potenziare la rete di distribuzione delle soluzioni di Cyber Security, sviluppate internamente, presso il mondo Corporate. Volendo evitare la soluzione del debito, complesso per una PMI high-tech, si aprivano due strade: fondo Private Equity, con più soldi in entrata perché valutavano Cyberoo di più; e la quotazione, più sfidante, che permetteva uno standing migliore, per quella che era una Srl, che si trasformava in migliore immagine e contatti con clienti, maggior fatturato che, insieme al buon margine che Cyberoo aveva sui propri prodotti-servizi, permetteva di generare importanti risorse finanziarie da reinvestire. Optando per la seconda via, in fase pre-quotazione è stato contattato il miglior advisor possibile con esperienza di valutazione di imprese altamente tecnologiche (Cyberoo è il primo caso di Cyber Security all'AIM,

³³ Dati raccolti da intervista telefonica alla CMO e Responsabile Investor Relations Veronica Leonardi.

dovendo quindi portare un valore assai complesso all'attenzione dei potenziali investitori), anche se il team finanziario è stato poi cambiato in corso d'opera.

La comunicazione e il marketing hanno fatto la differenza, al netto dei buoni numeri di bilancio in fase di pre-quotazione che avevano sì attirato l'attenzione di investitori ed advisor finanziario (Ebitda al 35-40% su tutti) ma non erano sufficientemente attrattivi.

Attraverso un'attenta e sincera comunicazione istituzionale, guidata dalla giovane CMO Veronica Leonardi, il focus è stato spostato dalla componente finanziaria di bilancio, promettente ma in piccola scala, a quella di più ampio respiro legata alla vision ed alle aspettative per il prossimo futuro capaci di conquistare gli investitori.

Son stati raccolti 7 milioni di euro ma con richieste intorno ai 40, parlando di un progetto solido con dettagli su tecnologia e mercato, ma soprattutto proponendo una visione ed un sogno agli interlocutori interessati, per portarli a valutare i presumibili effetti del futuro piuttosto che solo quelli del presente e recente passato, secondo un approccio maggiormente votato al rischio in stile USA.

Il problema però, rispetto al vivace sistema americano di sostegno alle start-up, è la penuria di investitori istituzionali, quasi tutti operativi nell'area lombarda, che contribuisce a spiegare la moderata liquidità del mercato AIM rispetto ad altre realtà, nonché la convinzione che esso sia una fase di transizione verso il segmento STAR.

Intendete avvicinare gli Investitori Retail, ad ora poco considerati, attraverso strumenti digitali e alternativi di veicolazione del risparmio e raccolta di capitale?

Il problema di fondo è che quasi nessuno si aspettava il successo ottenuto in fase di IPO da Cyberoo, con un volume di richieste mai visto prima sull'AIM Italia.

In sede di sottoscrizione dell'IPO, si prevedeva di assegnare determinate quote di azioni emesse a Investitori Istituzionali, oltre ai Professionali e altre ancora ai Retail. Ma l'ultima parola sulla composizione finale del book e valutazione delle offerte di sottoscrizione spettava espressamente all'Emittente, che si trovava a round chiuso con 40 milioni di euro di controvalore e decidere tra una forchetta di prezzi unitari da 3,5 a 4,6 circa, ma con dei tagli che andavano logicamente fatti. Alla fine si è deciso di assegnare le azioni a soli sottoscrittori Istituzionali selezionati, tra l'altro non tramite Nomad ma direttamente contattati dagli stessi Investitori interessati a Cyberoo. In tre settimane hanno incontrato una sessantina di potenziali investitori, sorprendendo lo stesso EnVent (Nomad) nonostante fosse un esperto leader in ambito di IPO. Nel selezionare le controparti, la priorità era trovare chi fosse interessato a mantenere l'investimento in Cyberoo nel medio-lungo termine, evitando speculazioni nel breve e incompatibilità con le esigenze finanziarie e strategiche delineate. I Professionali, ben informati, hanno compreso la situazione e l'esclusione, mentre i Retail hanno mal assorbito tale decisione, arrivando anche ad accuse di false promesse e complottismo. Questo perché in Italia tale componente è generalmente poco informata sui mercati finanziari, aspetti legali e fiscali legati al processo di quotazione, comprensione e gestione del rischio, considerato che l'accesso all'AIM richiede tempo e alta professionalità e che esso accoglie imprese small-mid cap con alti tassi di sviluppo. Un tipico atteggiamento di un Retail è di acquistare azioni e vendere non appena si registra un apprezzamento a doppia cifra percentuale, andando però a minacciare la stabilità e la crescita di valore del titolo, specie se le transazioni non sono controllate ed eseguite secondo parametri equi, data la già alta volatilità dei titoli quotati all'AIM.

In particolare, Cyberoo si è quotata solo nello scorso mese di ottobre ed è quanto mai necessario avere pazienza e aspettare che si adegui alle logiche di mercato e che possa implementare il Piano di crescita presentato, prima di fare serie valutazioni. L'Italia è il Paese europeo con il maggior tasso di risparmio pro-capite, a conferma della scarsa consapevolezza e propensione al rischio.

Gli investitori Istituzionali invece, selezionata l'impresa target, acquistano e tengono in pancia il titolo per almeno tre anni, avendo un portafoglio strutturato e diversificato in modo da minimizzarne l'incidenza in caso di andamento negativo, sostenendo il business dell'Emittente e vendendo (in caso) al vertice del ciclo di forte crescita.

In conclusione, crowdfunding e altri strumenti di veicolazione del risparmio tra privati sarebbero molto utili ma in mercati telematici extra-nazionali, dove però, ad ora, Cyberoo non può accedere vista la giovane età e scarsa articolazione internazionale.

Riguardo le fonti finanziarie, valutate le obbligazioni professionali (ExtraMOT) e come avanza il capitolo Warrant ed eventuale ulteriore apertura del flottante?

Le obbligazioni professionali ad ora non sono prese in considerazione perché complesse, poco conosciute e apprezzate, oltre che più adatte a PMI più strutturate. Si sta valutando la possibilità di ampliare il flottante sul mercato in caso di ulteriore apprezzamento del titolo nei prossimi mesi; in caso contrario, si valuta la possibilità, per il 2020, dell'entrata di un Fondo d'investimento nel capitale sociale, in modo da raccogliere più rapidamente Equity per sostenere lo sviluppo del business e i progetti d'internazionalizzazione. Chiaramente i ritorni non sono immediati e c'è bisogno di continua finanza da soggetti dotati e con visione a medio-lungo termine.

Tra gli effetti della quotazione, c'è l'attrazione di talenti specifici digitali e di potenziali acquisizioni o partnership strategiche (Università Ingegneria in Ucraina)?

Cyberoo ha programmato molte assunzioni soprattutto in ambito ingegneristico ed informatico e si sta impegnando nel tema del digitale visto il suo core business, ma si è ancora molto indietro da un punto di vista sia culturale, che regolamentare e di finanziamento a livello tecnologico rispetto al mondo dell'Est, anglosassone e del centro-nord Europa. L'Italia ha buone basi accademiche e componente di "genio" potenziale, ma scarsa consapevolezza e interesse a convergere verso il prossimo futuro dell'Economia e del Mercato del Lavoro, ovvero l'ondata digitale e le sue applicazioni (specie al di fuori dell'area lombarda, alto-emiliana e di Roma), attaccamento alle tradizioni ed avversione al cambiamento e rischio.

Tabella riepilogativa delle esperienze su AIM Italia per le 3 società analizzate

AIM – Highlights*	CLABO	CLEANBNB	CYBEROO
Performance finanziaria titolo post-quotazione	-40% dal valore medio post IPO; -12,5% ultimo mese	-4,5% dall'IPO (media AIM -7%); +3% nel 2020	-6,4% dall'IPO; +3,85% ultimo mese
Ritorni in visibilità e reputazione	Miglior dialogo con banche e investitori	Marchio affermato di leader settoriale	Boom di richieste di sottoscrizioni in IPO
Acquisizioni e	Controllate in Cina e	Importanti per	Università e HUB

Partnership	USA, trainanti	potenziare l'offerta	tecnologici a Kiev
Strumenti di finanza alternativi	Direct Lending e Short-Term Bonds, Warrant frenano	Incubatore Seed e Business Angels, Crowdfunding	Poco esplorati, Warrant in ascesa
Investimenti da supportare	Impresa 4.0, sistemi informativi e intern.	Sviluppo software e internazionalizzaz.	Investimenti R&D e internazionalizzaz.

**Dati al 17/01/2020*

CAPITOLO 3 – ANALISI SPERIMENTALE DI ALCUNE PMI MARCHIGIANE

Nel presente capitolo, l'attenzione si sposterà da una prospettiva di analisi ex-post a livello nazionale di alcune realtà già quotate, ad una di diagnosi e di valutazione ex-ante di potenziale quotazione per Società marchigiane sostenibili sia dal punto di vista di crescita di mercato, che di modello di governance e a livello economico-finanziario. Tuttavia, prima di presentare i principali dati sulle Società marchigiane quotate su AIM Italia, è utile fornire alcuni highlights sull'evoluzione di tale segmento di Borsa Italiana. Nel solo 2019, AIM Italia ha registrato 35 nuove ammissioni, di cui 31 IPO e 4 Business Combination, con un aumento di oltre il 25% ed un totale di 132 società quotate. Consistente crescita degli scambi di azioni sul mercato AIM: volumi in aumento del 19,6%, con la media giornaliera degli scambi passata da 9,7 a 11,6 milioni di euro e del 56,3% con la media giornaliera dei contratti passata da 2.032 a oltre 3.100. Il massimo giornaliero per contratti e controvalore scambiato è stato raggiunto il 29 luglio 2019 con 38,6 milioni di Euro e 8.400 contratti scambiati.

3.1 - OSSERVATORIO AIM ITALIA: ANALISI INTRODUTTIVA REGIONE MARCHE

Sono 3 le aziende quotate su AIM Italia delle Marche, pari al 3% del mercato: **Gel** (Industria), PMI innovativa quotata dal 20 dicembre 2017 e secondo operatore in Italia nel mercato del water treatment; **Clabo** (Industria), dal 1958 player internazionale nel settore degli arredi per la ristorazione e **Fintel Energia Group** (Energia ed Energie

Rinnovabili), operatore verticalizzato attivo nel mercato della vendita di energia elettrica e gas naturale. La Lombardia (52%), l'Emilia Romagna (11%) e il Lazio (10%) si collocano ai primi posti per rappresentatività regionale del segmento AIM Italia. Queste società evidenziano ricavi complessivi pari a 85 milioni di euro (2% su AIM), una capitalizzazione pari a 112 milioni di euro (1% del mercato) e una raccolta complessiva in IPO (equity) pari a 19 milioni di Euro, di cui 5,7 milioni di euro raccolti nel 2017 (Gel). L'azienda AIM Italia marchigiana è caratterizzata da ricavi medi pari a 28,4 milioni di euro (+9,8% rispetto al 2016), un EBITDA pari a 4,8 milioni di euro e una marginalità pari al 19%. In media, la capitalizzazione di mercato della società è pari a 37 milioni di euro, la raccolta è pari a 6,2 milioni di euro. Le PMI quotate delle Marche impiegano circa 400 risorse (133 in media), +23% rispetto al 2016.

Tab. 1 – Società delle Marche quotate su AIM Italia (Euro mln)

SOCIETÁ	Città	Data IPO	Ricavi	Variáz	EBITDA	Raccolta	Market
			2017	%	marginé	IPO	Cap ¹
Gel	Castelfidardo (AN)	20/12/17	15,8	5,2%	24%	5,7	16
Clabo	Jesi (AN)	31/3/15	44,8	19,9%	11%	7,4	24
Fintel Group	Pollenza (MC)	23/3/10	24,6	4,1%	24%	5,6	73

¹ Dati al 31/07/2018

MEDIA			28,4	9,8%	19%	6,2	37
SOMMA			85,3			18,6	112

Fonte: Osservatorio AIM Italia di IR Top Consulting su dati societari, Borsa Italiana e Factset.

3.2 - ANALISI PMI MARCHIGIANE NON QUOTATE: BANCA DATI AIDA

Dopo una rapida presentazione delle tre Società quotate all'AIM Italia sotto il profilo anagrafico ed economico-finanziario, realizzata grazie ai dati della IR Top Consulting, il presente capitolo intende mostrare l'intero percorso di analisi informatizzata delle PMI Marchigiane attive attraverso la banca dati AIDA². Attraverso questo strumento, le cui credenziali per l'accesso mi sono state fornite dal relatore, ho potuto analizzare e confrontare numerosissime aziende italiane secondo decine di parametri tra cui: informazioni anagrafiche, legali e commerciali, bilanci, membri dei principali organi di vertice societari, partecipazioni attuali e storiche, indici sintetici, eventuali negatività.

3.2.1 Analisi economico-finanziaria e confronti

Sinteticamente, ho proceduto secondo tre momenti principali, con annesse screature delle numerosissime aziende registrate. Inizialmente, con una macro-strategia di ricerca composta da nove parametri dimensionali ed economico-finanziari, ho individuato 62 PMI attive non quotate (registrate oltre 30.000 nelle Marche), con

² Analisi Informatizzata delle Aziende italiane, realizzata e distribuita da Bureau Van Dijk S.p.A., con informazioni dai bilanci negli ultimi 10 anni in ambiti come solidità finanziaria e merito creditizio.

dipendenti dalle 10 alle 250 unità, trend crescenti in termini di fatturato e margine EBITDA (%) e decrescenti in termini di incidenza della Posizione Finanziaria Netta (x).

In un secondo momento, la mia strategia di ricerca si è basata sugli stessi principali parametri economico-finanziari, ma più virtuosi, prendendo come riferimento i valori medi AIM registrati dalle Società quotate a fine 2017: il risultato ha restituito un pool di 15 Società, in gran parte del settore Manifatturiero.

Infine, anche prendendo spunto da qualche caso compatibile di recente quotazione oltre che dai valori medi dei singoli settori Manufacturing, Services and Technology, ho inteso selezionare un ristretto campione di PMI virtuoso e potenzialmente idoneo per intraprendere quantomeno un'approfondita valutazione di fattibilità riguardo all'ammissione alle negoziazioni sul segmento AIM di Borsa Italiana.

Chiaramente, visti i deboli vincoli in termini di trasparenza e comunicazione cui sono sottoposte le Società non quotate (la quasi totalità se ci si riferisce a PMI nella Regione Marche), gli elementi sulla base dei quali sono state elaborate le mie riflessioni sono di natura soprattutto quantitativa ed economico-finanziaria, mentre poco filtra in materia di linee strategiche a medio-lungo termine, di dinamiche di governance e di cultura imprenditoriale. Spesso comunque si tratta di realtà con organi direzionali e management ristretti e a carattere familiare, con commistione di interessi tra proprietà e controllo e pochi flussi informativi infra-annuali. Questo dato, unito all'esiguo numero di PMI quotate nelle Marche, porta quantomeno a sospettare di un'avversione culturale radicata della proprietà all'apertura verso investitori esterni in termini di partecipazione al capitale sociale e alle decisioni strategiche dell'azienda.

In ogni caso, tutte le migliori PMI selezionate presentano volutamente, oltre ai suddetti parametri, un impatto decrescente della componente di debito (soprattutto delle banche) e della sua onerosità relativa in favore di un maggior ricorso a mezzi propri, sia attraverso autofinanziamento in crescita che tramite degli apporti dei soci. Le migliori tra loro, che verranno in seguito proposte per l'ammissione all'AIM Italia, presentano poi anche un ottimo trend di Utili Netti e flussi di cassa generati, ottimi indici di redditività sia patrimoniale che economica, debole e decrescente incidenza % delle banche sul fatturato ed una conseguente maggior indipendenza finanziaria. Va detto, in ogni caso, che non sono le migliori in assoluto in ogni parametro.

Di seguito, verranno ora illustrate le due principali strategie di ricerca che hanno guidato la mia analisi nella banca dati, nonché i loro risultati e annesse valutazioni.

1° STRATEGIA DI RICERCA

Partendo dalle circa 5.000 imprese giuridicamente attive, con sede principale nella Regione Marche, con un numero di dipendenti tra i 10 e i 250 (dimensione PMI) trovate dalla banca dati, gli ulteriori criteri di ricerca sono stati i seguenti:

1. Ricavi delle vendite: tasso di crescita (2018-2017) minimo del 10%;
2. EBITDA/Vendite (2018) minimo del 10%;
3. EBITDA: tasso di crescita (2018-2017) minimo del 10%;
4. Debito/Equity: tutte le società con trend negativo (2018, 2017);
5. Posizione finanziaria netta: tasso di decrescita (2018-2017) minimo del 10%.

I suddetti filtri di ricerca hanno restituito un pool di 62 PMI, con Ricavi che oscillavano dai 450 mila ai 45 milioni di euro circa. I dati economico-finanziari medi mostrano che, all'aumentare del fatturato assoluto, diminuiscono sia i ritmi di crescita relativa che il

rapporto PFN/EBITDA (maggior maturità e stabilità del ciclo caratteristico), mentre aumenta chiaramente il numero medio di dipendenti e il grado di indipendenza finanziaria (fonti onerose di terzi via via ripagate e sostituite da mezzi propri).

Di seguito si riporta la tabella che confronta in modo dinamico le varie ipotesi:

Ricavi 2018 (000/€)	Crescita ricavi %	EBITDA/Ricavi	PFN/EBITDA	PN/Attivo % (indip. finanz.)	Dipendenti
6.542	34%	18%	1,00	31%	33
8.382	31%	17%	0,92	33%	40
18.544	24%	17%	0,50	38%	75

- VALORI MEDI DELL'INTERO POOL DI RICERCA (62 IMPRESE)

- VALORI MEDI CON RICAVI DI ALMENO 1 MILIONE DI EURO (PRIME 47 IMPRESE)

- VALORI MEDI CON RICAVI DI ALMENO 10 MILIONI DI EURO (PRIME 15 IMPRESE)

2° STRATEGIA DI RICERCA

In un secondo momento, intendendo arrivare ad un numero più circoscritto di top-PMI potenzialmente in grado di accettare e sostenere un processo di quotazione nel breve periodo (seppur con un certo livello di arbitrarietà valutativa), ho concentrato la mia attenzione sui seguenti ulteriori parametri economico-finanziari:

1. Ricavi delle vendite di almeno € 1 milione;
2. Ricavi delle vendite: tasso di crescita (2018-2017) minimo dell'11%;
3. EBITDA/Vendite (2018) minimo del 13%.

I parametri di riferimento 2 e 3, tra i più importanti per chi è interessato all'andamento di aziende in crescita non quotate, prendono spunto dai valori medi delle società quotate all'AIM Italia nell'anno considerato. Il risultato della seconda strategia di ricerca sulla banca dati AIDA ha restituito un pool di 15 PMI, 11 delle quali facenti parte del macro-settore "Industria-Manifattura", 3 di "Servizi" e una di "Tecnologia". Di seguito, si riporta una tabella con i principali dati medi per macro-settore risultanti dalla seconda ricerca sulla banca dati, considerando, come riferimento per l'ambito Technology alla luce della sola rappresentante nel pool di 15 PMI, i dati di alcune società recentemente quotate all'AIM Italia.

Ricavi 2018 (000/€)	Crescita ricavi %	EBITDA/Ricavi	PFN/EBITDA	Debito/Equity	Dipendenti
10.694	28%	19,38%	0,63	0,74	55
9.640	15%	18,16%	1,40	0,68	57
8.658	62% (vario)	20,91%	1,89	1,98	62

- VALORI MEDI TRA LE 11 SOCIETÀ "INDUSTRIAL" DELLA SECONDA RICERCA

- VALORI MEDI TRA LE 3 SOCIETÀ DI SERVIZI DELLA SECONDA RICERCA

- VALORI MEDI TRA 6 SOCIETÀ – DOXEE, FOS, RELATECH, AMM, MAPS,

NEOSPERIENCE - DEL SETTORE "TECNOLOGIA" QUOTATE NEL CORSO DEL 2019

ALL'AIM, CON ATTIVITÀ DI SVILUPPO SOFTWARE E CONSULENZA INFORMATICA

(ECCETTO AMM, SPECIALIZZATA IN ATTIVITÀ DI MARKETING E PUBBLICITÀ).

3.2.2 Analisi della governance

Come già anticipato sopra, la banca dati AIDA si è rivelata di estrema importanza per l'analisi anche dinamica delle principali voci ed indici di bilancio, e quindi da un punto di vista prettamente quantitativo.

Una sezione è dedicata appositamente alle principali figure societarie, in particolare azionisti (persone fisiche e/o giuridiche), Board of Directors e Management, Sindaci e soggetti revisori. Viene inoltre mostrata anche l'entità numerica delle partecipazioni, nonché eventuali partecipazioni incrociate o direzioni interconnesse³. Infine, si specifica se l'azienda è parte di un Gruppo (controllante o controllata) o se è indipendente, con l'aggiunta di un punteggio espresso dall'Indice BvD come segue: in breve, si va dal grado A, impresa partecipata da azionisti (persone fisiche o giuridiche) con quota non superiore al 25%, fino al grado D, imprese partecipata da un'azionista controllante (quota di oltre il 50% del capitale sociale e voti in assemblea). In generale, sarebbe preferibile una Società con alto grado di indipendenza, con quote di partecipazioni bilanciate sia in termini numerici che di entità dei soggetti coinvolti. Tuttavia, la situazione più ricorrente è quella di controllo forte di uno o pochi soggetti economici, elemento che promette una maggior diffidenza all'apertura del capitale sociale a nuovi investitori esterni e, di conseguenza, alla quotazione in Borsa Italiana. Ciò che è mancato nella banca dati AIDA, soprattutto analizzando piccole imprese non quotate, è l'evoluzione storica della composizione degli organi direzionali (talvolta unipersonali o, nel caso dei revisori, anche assenti), oltre che una dettagliata descrizione dell'organigramma a livello di divisioni e funzioni operative.

³ Laddove ci siano manager presenti nel CdA di più società collegate o nella stessa catena di controllo.

Questo aspetto di governance risulta fondamentale per un eventuale progetto di quotazione: i potenziali investitori, che nel segmento AIM devono essere di carattere professionale e/o istituzionale a tutela dell'Emittente, sono attratti da Società con buoni requisiti di professionalità ed indipendenza, nonché di trasparenza in termini di procedure interne e processi strategico-operativi.

Normalmente, in fase ante IPO nelle PMI, si osservano le seguenti caratteristiche:

- assetto societario chiuso, con pochi soci spesso legati ad un'unica famiglia;
- Consiglio di Amministrazione ridotto, con membri legati all'azionista di riferimento che ne influenza direttamente l'elezione, e presenza di interlocking directorates, ossia la compresenza di uno stesso individuo in due o più consigli di amministrazione di società rilevanti all'interno di un solo mercato;
- Presidente del CdA spesso delegato a compiti operativo-gestionali, scarsa presenza o assenza di amministratori indipendenti e, per contro, vari amministratori delegati con forti poteri operativi;
- Collegio Sindacale ad elezione diretta dell'azionista principale;
- Assenza quasi certa o incompletezza del sistema dei controlli (Comitati), funzione di Internal Audit e Modello 231 (con Organismo di Vigilanza).

La dovuta premessa è che le società non quotate non sono soggette a particolari obblighi di indipendenza dei soggetti apicali, di comunicazioni finanziarie oltre al bilancio annuale (con facoltà di redigerlo in forma abbreviata entro certi limiti espressi dall'articolo 2435-bis del Codice Civile⁴) né di controllo contabile ed amministrativo.

⁴ Nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi non aver superato due dei limiti seguenti: attivo totale: €4.400.000; ricavi delle vendite: €8.800.000; dipendenti occupati in media: 50.

Inoltre, il limitato volume di attività ed investimenti nonché l'importante sforzo economico-organizzativo eventualmente richiesto (consulenze legali, codici di governance, tutela minoranze) portano ad un naturale accentramento decisionale e snellimento dei processi sia operativi che di controllo e comunicazione ai vari livelli.

Per un buon governo societario, il CdA deve ben ricoprire sia il ruolo gestorio, decidendo sui principali aspetti gestionali, sia quello di monitoraggio e valutazione sull'adeguatezza dell'assetto amministrativo, organizzativo e contabile.

A tal fine, al di là delle competenze ed esperienze professionali, ciò che fa la differenza è la composizione dell'organo e i meccanismi di nomina. Che siano esecutivi o meno, il tratto comune è spesso il legame con l'azionista di riferimento e, perciò, la non piena indipendenza. Quest'ultima desiderabile qualità garantisce che gli interessi di ogni azionista (nelle piccole realtà solo uno, di qui la cointeressenza naturale con i manager) siano tutelati: idealmente gli azionisti di controllo dovrebbero proporre le nomine di soggetti indipendenti, aventi autonomia di giudizio sull'operato del management.

Nello specifico: "Non possono essere eletti sindaci: a) l'interdetto, l'inabilitato, il fallito o chi è stato condannato ad una pena che comporta l'interdizione anche temporanea (art. 2382 c.c.); b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado di amministratori sia della società stessa che di quelle controllate o controllanti la stessa; c) coloro che sono legati alla società o a quelle controllate o controllanti da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri legami patrimoniali o professionali che ne compromettano l'indipendenza".⁵

⁵ Comma 3 dell'articolo 148 del TUF.

Un altro metodo di valutazione per il CdA del grado d'indipendenza dei suoi membri amministratori, seppur residuale rispetto al TUF e più basato sulla sostanza, è quello del Codice di Autodisciplina del 2011 promosso da Borsa Italiana S.p.A. Questo afferma che di norma un amministratore non appare indipendente al ricorrere di determinate ipotesi non tassative e più specifiche, tra cui (oltre all'influenza notevole ed ai significativi rapporti commerciali, finanziari o lavorativi anche indiretti): destinatario di una significativa remunerazione aggiuntiva, rispetto alla parte fissa, sotto qualsiasi forma; socio o amministratore della società (o entità appartenente alla sua rete) incaricata della revisione legale dell'emittente; amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici; stretto familiare di persone in una di queste situazioni. Va dovutamente specificato che questi sono i due metodi principali che definiscono i requisiti degli amministratori indipendenti di società emittenti AIM, i cui regolamenti prevedono almeno un amministratore, in caso di consiglio sino a sette membri, ovvero due amministratori, in caso di consiglio di nove membri, in possesso dei requisiti di indipendenza del TUF (e in via residuale quelli del Codice di Autodisciplina).

La best practice richiede la predisposizione di un adeguato sistema interno dei controlli, attraverso comitati e figure preposte nominate dal CdA. Quest'ultimo dovrebbe allargare il numero di consiglieri, alcuni riservati agli azionisti più rilevanti, ed introdurre il voto di lista per le nomine a tutela delle minoranze. Di conseguenza, inserire un certo numero di amministratori indipendenti proporzionale alla dimensione del CdA, nonché ridurre il numero di amministratori con deleghe e riservare certe materie allo stesso consiglio. Il Presidente del CdA andrebbe ad assumere responsabilità di coordinamento e sviluppo delle attività del consiglio stesso.

Il Collegio Sindacale, incaricato di vigilare sul rispetto dei principi di giusta e legale amministrazione e adeguatezza organizzativa in termini sia di efficacia del controllo interno che dal punto di vista della contabilità, verrebbe formato anch'esso secondo il voto di lista e con un rappresentante riservato alle minoranze.

Inoltre, come già visto nel capitolo precedente all'interno dei singoli documenti di ammissione all'AIM, la legge invita ad adottare e implementare efficaci modelli di gestione e monitoraggio idonei a prevenire la commissione di reati dai quali può conseguire la responsabilità amministrativa della società (Modello 231). A tutela del funzionamento e rispetto di tale modello, viene nominato un Organismo di Vigilanza dal CdA, in coordinamento con il Collegio Sindacale ed eventuale Comitato per il Controllo e Rischi. Quest'ultimo è composto soprattutto da soggetti indipendenti, incaricato principalmente di valutare l'utilizzo corretto dei principi contabili e il processo di revisione successiva, esprimere pareri sui metodi di individuazione e giudizio dei vari rischi aziendali, nonché esaminare le relazioni di Internal Audit, riportando tutto direttamente al CdA. Sempre in tema di controllo interno e gestione dei rischi, sempre più importante nelle società più strutturate e dinamiche è la funzione di Internal Audit, il cui responsabile può essere interno o esterno (purché dotato di professionalità ed indipendenza), subordinato al CdA riguardo alla nomina, remunerazione e revoca, e con pieni poteri d'intervento e di raccolta di informazioni. Va ribadito comunque che quelli appena descritti sono interventi solitamente attuati in un momento successivo all'IPO, anche perché non configurano dei precisi requisiti

formali per l'accesso alle negoziazioni sull'AIM⁶, rappresentando piuttosto un punto di riferimento prospettico.

Una società maggiormente strutturata dal punto di vista amministrativo, contabile e del controllo interno risulta sicuramente maggiormente appetibile a dei potenziali investitori qualificati, e perciò necessita di minori sforzi di compliance per adattarsi.

3.3 - ANALISI IMPRESE PROPOSTE

Dal presente paragrafo, inizierà un lavoro di presentazione generale e poi di analisi più approfondita di 3 tra le 15 Società emerse con la seconda strategia di ricerca nella banca dati AIDA. Queste sono **Arcansas S.r.l.**, **Vega S.r.l.** ed **e-LIOS S.r.l.**, rispettivamente nell'ambito manifatturiero, dei servizi e tecnologico.

3.3.1 Caso ARCANSAS: settore manifatturiero

Storia azienda e business model

Dal 1980 Arcansas progetta, realizza e commercializza **profili per rivestimenti, raccordo igienico, pavimenti e ferramenta/fai da te**, di alta qualità e con lo scopo essenziale di soddisfare le aspettative del cliente, grazie ad un continuo ascolto, dialogo e affiancamento. Insieme viene pianificata una strategia di vendita secondo le sue esigenze e gli obiettivi da raggiungere per garantire i migliori risultati. Arcansas ha 40 anni di esperienza alle spalle, oltre 200 collaboratori e circa 5000 prodotti a catalogo. Due sono i target di mercato: tradizionale e grande distribuzione organizzata.

⁶ Segmento di Borsa meno stringente in termini di requisiti ma anche meno liquido rispetto allo STAR.

Due invece sono le linee di prodotto: profili per professionisti e fai da te. Tra i tanti partner di Arcansas spiccano Leroy Merlin, Obi, MrBricolage e Bricoman.

Conta oltre 50 dipendenti, una rete vendita di 110 agenti a copertura del mercato italiano ed estero, 4 sedi commerciali all'estero (con altrettante società controllate tra Germania e Regno Unito, mercati principali) e 30 paesi con distributori partner.

La società è presente anche sul mercato internazionale con centri di distribuzione in Sud America, Francia e Belgio ed un network capillare di agenti e merchandiser.

La storia di una famiglia e un'impresa tutta italiana, all'insegna della **tradizione** e della **ricerca continua**, perché chi crede nel futuro e nelle idee di valore non smette mai di crescere ad alti ritmi, rimanendo comunque un'impresa a conduzione familiare. Si tratta di un'azienda solida in grado di definire obiettivi di business a lungo termine e modellare il futuro con libertà e, in aggiunta, unica del settore in grado di gestire internamente l'intero ciclo produttivo, per garantire ai clienti un controllo totale sul prodotto finale, garanzia di massima qualità.

- **1994-1995:** *dopo vari investimenti in tecnologia, viene introdotta l'esclusiva progettazione brevettata di espositori personalizzabili per i punti vendita.*
- **2003-2004:** *anno della svolta, con l'azienda che si apre al commercio di profili per la grande distribuzione organizzata e consolida la quota di mercato in Italia.*
- **2007-2008:** *Arcansas diventa leader del mercato italiano dei profili per la grande distribuzione, presentando il nuovo packaging per i profili in metallo.*
- **2013-2014:** *entra in azienda la terza generazione con Federico, figlio di Amedeo. L'esportazione supera il 30% del fatturato, arrivando in oltre 34 paesi.*

- **2018-2019:** lo stabilimento di Piagge si amplia e l'intero ciclo produttivo si trasferisce nella nuova sede di Mondavio (PU). Viene inaugurato il nuovo magazzino in Francia, la gamma prodotti supera le 5000 referenze, introdotto un sistema per la tracciabilità totale dei prodotti e la gestione automatizzata del magazzino e vengono presentate nuove finiture per i profili in alluminio, pvc e acciaio. Dal 2015, il fatturato totale è aumentato del 57%, trainato dalla componente estera (+180%), con 22.000 metri quadrati di superficie servita.

L'esperienza maturata gli permette di proporre una gamma alto rotante, garantendo marginalità, offrire un prodotto di qualità ad un prezzo competitivo. Non importano le dimensioni dello spazio espositivo perché gli espositori Arcansas sono modulari e adattabili, progettati su misura e in modo condiviso, in modo da capire quali sono le soluzioni più adatte ad ogni business, instaurando una vera e propria partnership per risultati a medio-lungo termine. Una stretta collaborazione con i fornitori consente poi di sviluppare e ricercare prodotti ad hoc per soddisfare le esigenze di ogni cliente.

La bellezza e la cura delle finiture dimostrano grande attenzione al dettaglio, tratto non scontato nella produzione di profili, rappresentando un'alternativa concreta alle finiture standard di profili presenti sul mercato.

La **ricetta segreta** per produrre profili di alto livello si basa su tre elementi: esperienza, persone e tecnologia. Per creare un buon prodotto occorrono non solo strumentazioni tecnologicamente avanzate, ma anche la passione e la capacità di persone qualificate che sappiano guidarle. Viene dedicata, infatti, grande cura alla selezione e formazione del nostro personale senza mai perdere di vista l'obiettivo di proporre un prodotto completo. Dalla sua nascita, Arcansas ha investito sempre nell'innovazione

tecnologica, sia per quanto concerne la lavorazione delle materie prime, sia per offrire un packaging funzionale e comunicativo per i suoi clienti. Un bureau di progettazione stabile assicura il design dei prodotti, riuscendo ad anticipare i bisogni dei consumatori.

MADE4DIY

Consorzio Italiano dei Produttori per il Fai da Te, Home Improvement e Gardening, a cui Arcansas è associato partecipante e che raggruppa diverse aziende manifatturiere sul territorio nazionale, attive in diverse categorie merceologiche. Le aziende associate sono orientate a sviluppare il loro business verso e qualificate a servire il mondo della Grande Distribuzione. Flussi produttivo-logistici di eccellenza, know-how ed una mentalità proattiva supportano la ricerca giornaliera di nuove opportunità di business.

MADE4DIY è inserito in un contesto internazionale e insieme ad altre Associazioni fa parte di Fediyma (European Federation Do-It-Yourself Manufacturers); il consorzio permette alle aziende di entrare in contatto diretto con le più grandi insegne internazionali della moderna distribuzione, con una sorta di networking strategico.

I servizi offerti sono:

- eventi dedicati all'incontro con i buyer della grande distribuzione;
- facilitazione di contatti per classe merceologica di competenza;
- promozione del consorzio e sue aziende associate tramite progetti ed eventi;
- condivisione informazioni su costi ed efficienza, benchmark competitività di acquisto servizi (energia-trasporti-credito).

Una garanzia di qualità

Il controllo del processo produttivo e la tracciabilità sono priorità assolute. Tutte le materie prime sono controllate in entrata e monitorate in ogni fase di lavorazione. Si effettuano controlli a campione prestabiliti su ogni tipo di prodotto, attraverso l'utilizzo di strumenti certificati e con la diretta collaborazione di laboratori specializzati in test di materiali e finiture. Il ciclo produttivo, nonostante le varie fasi tecniche di punzonatura (foratura), profilatura (piegatura), taglio, bagno anodico (anti-corrosione), spazzolatura (pulizia), blisteratura (sigillo in pvc dei profili) e confezionamento, ha una durata di sole 16 ore, e permette di realizzare circa 450 profili blisterati in un'ora.

Clienti

GDO: per cui Arcansas veste i panni di partner per progettazione ed ottimizzazione dell'allestimento interno del punto vendita, assistenza tecnica e progettuale, continuo monitoraggio dei risultati di vendita e redditività verso i traguardi stabiliti.

RIVENDITORE FERRAMENTA: all'interno dello spazio allestito, ogni prodotto è etichettato singolarmente con codici e informazioni, che permettono una facile identificazione. Piattaforma on-line che fa risparmiare tempo nella gestione ordini.

RIVENDITORI EDILI CERAMICA: Arcansas è un produttore che offre agli specialisti del settore edile una vasta gamma di profili in acciaio, alluminio e pvc, con soluzioni funzionali, eleganti e tecniche ai problemi di posa di rivestimenti ceramici e alle diverse tipologie di pavimento. Piattaforma on-line per la gestione degli ordini.

ARCHITETTI: la cura per il dettaglio tecnico e le varie soluzioni cromatiche donano facilmente ai progetti tecnici del cliente un design esclusivo, con finiture di pregio, materiali innovativi e un design contemporaneo.

Punti di forza

Arcansas S.r.l. realizza espositori estremamente modulari e customizzati su ogni esigenza, forti di un'esperienza trentennale nel settore del retail management, in grado di garantire alte performance di vendita, massimizzando la redditività degli spazi. Il design originale ed estremamente comunicativo ha obiettivi molto precisi: invogliare il cliente a fermarsi, informarlo per creare una cultura di prodotto, semplificare ed agevolare il processo d'acquisto. I punti di forza distintivi sono:

- *spazio ad alta redditività*, attraverso un software dedicato con cui si studia la massima capacità espositiva e facilità di estrazione del prodotto;
- *infografica e video tutorial* per supportare la vendita non assistita con istruzioni e consigli di utilizzo del prodotto;
- *grafica e comunicazione dedicata* per un aumento di visibilità fino al 20%;
- *materiali certificati di alta qualità*, con portata massima garantita di 300 kg per ogni livello espositivo e semplicità di montaggio;
- *tasche per lamiera*, unici espositori ad avere tasche per lamiera incluse nella struttura, aumentando la redditività per metro lineare;
- *assistenza continua*, perché il sistema funzioni sempre al meglio, secondo i trend del mercato (servizio di re-modeling).

Certificazioni

Arcansas offre un prodotto di qualità, certificato e garantito grazie a continui test sui prodotti in uscita, l'utilizzo esclusivo di materiali di prima scelta e pieno rispetto dei

requisiti REACH per la sicurezza della salute umana e per l'ambiente. Dal 2009 ha ottenuto diverse certificazioni, ottimizzando e migliorando ulteriormente i processi.

- **OHSAS 18001:2007 “Gestione sicurezza e salute dei lavoratori”**: norma che permette di gestire, in “modo organico e sistematico”, la sicurezza dei lavoratori, senza sconvolgere la struttura organizzativa aziendale e migliorando le performance ed il coinvolgimento dei dipendenti.
- **ISO 9001:2015 “Sistema di qualità”**: norma riconosciuta a livello internazionale alla base della realizzazione di sistemi di qualità, con l'obiettivo di migliorare credibilità e immagine aziendali, nonché maggiore soddisfazione del cliente razionalizzando i processi che creano valore per lo stesso.

Dati AIDA e riflessioni

Società controllante dell'omonimo Gruppo, con un amministratore unico e indice di indipendenza BvD D (100% controllo). A livello economico-finanziario, essa mostra:

- Utile Netto di 3,7 milioni, pari al 17% dei ricavi, stabile rispetto al 2017 e 2016;
- EBITDA in lieve flessione ma sopra il 25% dal 2016;
- ROE (Utile Netto/Patrimonio Netto) e ROS (Risultato operativo/Ricavi) stabili sopra il 20%, con un ROI del 30%, sintomo di buona redditività sia operativo-commerciale che del capitale proprio per gli azionisti;
- PFN negativa (liquidità) ma cresciuta dal -44% al -12%, costo del denaro, oneri finanziari e rapporto di indebitamento in calo e molto al di sotto dell'unità;

- Patrimonio Netto cresciuto del 120% dal 2015 al 2018, con un grado di indipendenza finanziaria salita al 65%;
- Personale dipendente quasi raddoppiato dal 2016 ad oggi.

Nella tabella che segue, sono mostrati alcuni utili parametri di confronto/benchmark.

Ricavi 2018 (migl EUR)	Crescita ricavi	EBITDA/Vendite	PFN/EBITDA	Debt/Equity	Dipendenti
21.734	42%	25,88%	-0,12	0,05	85
84.000	8%	12	1,06		
30.213	-15%	13,08	4,74	1,14	166
10.694	28%	19,38	0,63	0,74	55

- VALORI MEDI AIM ITALIA 2017, SETTORE "MANIFATTURA-INDUSTRIA"

- VALORI CLABO S.P.A. 2018, STESSO MACRO-SETTORE D'ATTIVITA'

- VALORI MEDI CAMPIONE MIGLIORI 11 PMI SETTORE "MANIFATTURA-INDUSTRIA"

Al di là degli eccellenti numeri quantitativi, Arcansas ha alle spalle 40 anni d'esperienza nel business ed è da oltre 10 anni leader di mercato nella produzione di profili per la Grande Distribuzione, servendo anche Rivenditori tradizionali (ferramenta e edilizia-ceramica) e liberi professionisti. In termini di linee produttive, oltre a prodotti per professionisti (architetti), opera per il mercato dei prodotti del fai da te, essendo poi associato e partecipante nel consorzio MADE4DIY (per i produttori nel fai da te, home improvement e gardening), attivo per lo sviluppo del business, visibilità e networking

strategico a livello internazionale. Altro punto di forza è l'impegno costante in R&D per automazione e maggior tracciamento dei prodotti lungo la catena del valore (certificazione di qualità), nonché l'attenzione capillare ad ogni cliente, puntando a soddisfare le esigenze di redditività dello spazio espositivo ed assistenza grafico-digitale negli store per la GDS, e i bisogni estetico-funzionali per i professionisti. Concludendo, non per ordine di importanza, Arcansas opera direttamente già in 4 sedi europee e conta circa 30 Paesi con distributori partner (compreso il Sud America), con la componente export che ha superato il 30% del fatturato ed è cresciuta in assoluto del 180% dal 2015. Affianca importanti partner come Leroy Merlin, Obi e Bricoman.

3.3.2 Caso VEGA: settore dei servizi

Preview

Vega rappresenta l'eccellenza italiana nel mondo applicata agli accessori per elevatori. Nel tempo è divenuta un'impresa leader nella progettazione e produzione dei più innovativi sistemi elettronici. Sistemi capaci di gestire ogni tipo di ascensore e piattaforma elevatrice, combinando estetica e funzionalità. Oggi Vega offre soluzioni specifiche grazie al lavoro sinergico di cinque Aree specializzate, confluendo il tutto in un sistema integrato che consente di gestire la diagnostica e la supervisione dei dispositivi Vega semplicemente via internet, ovunque nel mondo.

Mission: dalle Marche, terra di moda e stile, Vega sviluppa e diffonde una visione più alta di elevatore, da semplice strumento a raffinato spazio di design. La creatività disegna una nuova ergonomia, giungendo ad una coinvolgente esperienza tattile e

visiva grazie anche a materiali raffinati e finiture ricercate. Un risultato ottenuto sperimentando soluzioni futuristiche, nate da un concept italiano audace frutto del grande estro dei designer Vega, sia in tema di architettura-interior design (con soluzioni di co-design con gli esecutori dei progetti) che di product design (con soluzioni premiate di rilevanza internazionale come la pulsantiera BRICK). Gli accessori per elevatori Vega sono progettati secondo precise regole di ergonomia, nell'ottica di una accessibilità totale. Infatti possono essere utilizzati anche da parte di utenti con ridotte capacità sensoriali, come ad esempio i pulsanti delle botoniere Vega, che presentano zone a rilievo per la codifica in codice braille (non vedenti e ipovedenti).

Storia

2004: fondazione di Vega ad opera dei tre soci fondatori. L'impresa si occupa di progettazione elettronica e automazione.

2006: Vega si specializza nel settore degli elevatori, con la produzione della prima scheda quadro a microprocessore.

2009: Nascita di Vega Style, area dedicata allo sviluppo di pulsantiere.

2014: Fondazione della sede Vega Brasile e Vega Shanghai.

2016: Fondazione della sede VEGA USA.

2017: Vega e Vega Style vengono riunite sotto Vega Group, con lo sviluppo di cinque Aree specializzate di offerta.

Linee di prodotto

Style: area che realizza display, bottoniere e pulsanti per ascensori e piattaforme elevatrici. Accessori che nascono dalla ricerca di materiali innovativi ed ecocompatibili, combinata con le soluzioni creative dei progettisti-designer Vega, ad accessibilità totale e in sintonia con l'arredo circostante.

Communication: area che sviluppa dispositivi GSM⁷ e combinatori per comunicazioni di emergenza dalla cabina di ascensore verso l'esterno. Soluzioni evolute che fanno sistema, come: le bottoniere e schede quadro integrate; gli sviluppi Hardware e Software su un'unica piattaforma; il dispositivo di emergenza, gestibile da posti operatore con sistema centralizzato o il controllo remoto via Cloud di ogni prodotto.

Control: area che sviluppa schede di controllo elettronico a microprocessore, dei dispositivi che rappresentano il cuore tecnologico dei prodotti Vega. Ogni scheda viene controllata singolarmente e sottoposta a severi test di collaudo. Servizio di punta sviluppato è il sistema di supervisione Vega Cloud, che consente di controllare da remoto tutti i dispositivi connessi in seriale. Per farlo, basta accedere a Internet via tablet, smartphone o pc, in qualsiasi punto del mondo.

Doors Control: area che progetta e realizza dispositivi di controllo per gestire la movimentazione delle porte di cabina, adatti a ogni tipo di operatore e motore. In linea con la filosofia Vega, tale area specializzata sviluppa sistemi integrati di comunicazione tra la scheda operatore e le barriere, implicando il massimo livello di sicurezza, affidabilità e diagnostica della zona porte.

⁷ Sistema globale per le comunicazioni mobili, standard di seconda generazione – 2G.

Security: area che sviluppa fotocellule e barriere fotoelettriche a vario raggio, dedicate ad ascensori e piattaforme elevatrici. La continua ricerca in questo ambito permette di sviluppare e personalizzare una vasta gamma di prodotti e accessori in linea con le principali norme di sicurezza del settore elevatori, come la UNI EN 81-20.

R&S e Certificazioni

Vega Lab è il reparto di ricerca e sviluppo interno a Vega, con un team composto da sviluppatori, ricercatori e designer impegnati in progetti sempre più ambiziosi.

L'innovazione tecnica e le elevate prestazioni si fondono con la ricerca dei materiali più pregiati ed un design futuristico, per dare vita a un nuovo concetto di luxury multisensoriale, in grado di coinvolgere e stupire l'utilizzatore.



La qualità dei prodotti Vega è certificata dal sistema di gestione ISO 9001:2008. Nasce dall'approccio Vega Lean production (per un sistema produttivo efficiente, veloce e senza sprechi), unito al massimo controllo della qualità nella Supply chain (la catena di fornitori selezionati). Infine, dal rispetto delle norme nazionali ed europee, insieme a controlli di qualità effettuati su tutto il processo produttivo.

Sostenibilità ed etica

Vega è anche attenta al futuro del pianeta, proponendo molti prodotti a risparmio energetico, costruiti con materiali selezionati, ecologici e rigenerabili, avendo poi cura del loro ciclo di vita in modo da renderne agevole ed economico lo smaltimento.

Inoltre, l'azienda promuove diverse iniziative ad impatto etico-sociale, che contribuiscono ad accrescere benessere sociale e reputazione individuale.

Un primo esempio è la campagna plastic-free, veicolata attivamente tramite slogan via social network e media, contro l'utilizzo indiscriminato della plastica.

Altro caso è il progetto RAEEcovery, un progetto di ricerca finanziato dalla Regione Marche con l'obiettivo di sviluppare soluzioni tecnologiche per una filiera dei RAEE⁸ efficiente e meno inquinante, considerato che, oltre all'IVA, nell'acquisto di un dispositivo viene addebitato anche il costo della dismissione dell'apparecchio (contributo RAEE). Il progetto nasce quindi dall'esigenza di ottimizzare la gestione dei RAEE, cercando di recuperarne quei componenti e materiali residuali e trasformandoli in risorse da valorizzare, in linea con il concetto di economia circolare. Il programma di ricerca e sviluppo è realizzato insieme ad altre imprese marchigiane (Green Service Srl, Prismi Srl e Rimel Srl) e dall'Università Politecnica delle Marche quale organismo di ricerca. La piattaforma software che permette ad ogni azienda la gestione del recupero dei componenti primari dei prodotti dismessi è realizzata da Citynet Srl.

Infine, VEGA anche importanti progetti legati al territorio ed al sociale, il più rilevante dei quali è "Liberi nel vento", un'associazione fondata nel 2002 per promuovere lo

⁸ Rifiuti Apparecchiature Elettriche ed Elettroniche.

sport e il divertimento e che permette ad atleti disabili e normo-dotati di praticare lo sport della vela, anche a livello agonistico, insieme nel mare e senza barriere.

Partnerships e referenze

Anche l'Allianz Stadium ha scelto il Vega black & white. Conosciuto semplicemente come "Juventus Stadium", è stato il primo impianto calcistico italiano privo di barriere architettoniche ed ecocompatibile al mondo, tra l'altro di proprietà dello stesso club.

Per rivestire gli ascensori del club torinese sono state scelte le pulsantiere in vetro bianco extra-chiaro Venice, pulsanti a norma UNI EN 81-70 Achille e i display Iris ad alta risoluzione. Vega ha seguito il progetto grazie alla collaborazione con il partner-rivenditore Liftparc S.r.l.

Oltre a questa, VEGA può vantare moltissime altre referenze di lusso, frutto di collaborazioni e progetti prestigiosi. Uno di questi riguarda la MS Quantum of the Seas, una delle più importanti navi da crociera della Royal Caribbean International (RCI), nonché una delle navi passeggeri più grandi al mondo, consegnata alla Royal Caribbean nell'ottobre 2014. Vega ha seguito l'intero progetto di allestimento cabine ascensori. Importanti anche il progetto con l'Aeroporto di Teheran, grazie alla collaborazione con il partner-rivenditore Savelli Ascensori, e quello con l'Hotel Renaissance⁹ di Napoli del gruppo Marriott International, grazie alla partnership con Paravia Elevators' Service S.r.l. Meritevoli di citazione anche le seguenti collaborazioni: Campidoglio, Disney store ed Apple store a Londra, Stade de France a Parigi e il film d'azione "Codice Unlocked" del 2017 (Cast: Orlando Bloom, Michael Douglas e John Malkovich).

⁹ Catena di 175 hotel ed oltre 55.000 camere.

VEGA nel mondo

Oltre alla sede principale in provincia di Fermo nelle Marche, VEGA ha investimenti diretti in Cina, Russia, Brasile e USA, a fini di sviluppo di mercato, commerciale e di assistenza tecnica. Può inoltre contare su otto rivenditori partner in Italia, oltre a contatti in Argentina, Olanda, Polonia, Portogallo e Vietnam, il che ha portato VEGA a proporre un'ampissima gamma di prodotti e un'assistenza continuativa in sei lingue.

Dati AIDA e riflessioni

Società capogruppo dell'omonimo Gruppo con tre controllate al 100%, tre azionisti-manager con quote dal 28 al 38% (indice BvD B+) ed un sindaco effettivo. In termini di dati economico-finanziari, eccone i principali e più significativi:

- Fatturato cresciuto del 70% rispetto al 2016;
- Utile Netto di € 2,3 milioni, pari al 15% dei Ricavi (nel 2016 e 2017 era del 7%), con un ROE che ha toccato quota 42% (dal 28% del 2017);
- EBITDA/Vendite (20%) aumentato rispetto all'11% stabile del 2016-2017, e PFN/EBITDA in deciso calo, mentre ROA (Risultato operativo/Attivo totale) e ROS sono raddoppiati (20%);
- Grado d'indipendenza finanziaria al 45%, crescita costante dei mezzi propri e calo dell'impatto degli oneri finanziari a bilancio;
- Personale dipendente più che raddoppiato dal 2016.

Nella tabella che segue, sono mostrati alcuni utili termini di confronto/benchmark per i risultati di Vega S.r.l. (prima riga).

Ricavi 2018 (migl EUR)	Crescita ricavi	EBITDA/Vendite	PFN/EBITDA	Debt/Equity	Dipendenti
15.526	14%	19,73%	0,46	0,41	105
15.000	22%	18,00%	0,20		
9.640	15%	18,16%	1,40	0,68	57

- VALORI MEDI AIM ITALIA 2017, SETTORE SPECIFICO "SERVIZI"

- VALORI MEDI CAMPIONE SCELTO MIGLIORI 3 PMI SETTORE "SERVIZI"

Al di là dei buoni numeri economico-finanziari, Vega rappresenta un sinonimo di eccellenza italiana nonostante i suoi "soli" 15 anni di attività. Il suo raffinato design e innovative tecnologie sia applicate a componenti fisiche che di controllo da remoto e diagnostica (sistema Cloud Vega), rendono tale Gruppo uno dei più interessanti nel business dell'elettronica per elevatori. I suoi prodotti sono inoltre basati su materiali di altissima qualità, eco-compatibili ed in grado di favorire un'alta ergonomia sensoriale e accessibilità nell'ambiente interno all'ascensore. A dimostrazione di ciò, ha ottenuto di recente due certificazioni per sicurezza e qualità-innovazione dei processi produttivi. Negli ultimi anni, ha collaborato ed avviato partnership di assoluto prestigio, grazie ad un'importante rete di distributori partner in vari Paesi e continenti, quali impianti calcistici moderni, un aeroporto internazionale, nave da crociera e catena di hotel di lusso e un famoso film d'azione. Opera direttamente in altre 4 sedi: Brasile, USA,

Russia e Cina. Infine, Vega si è mostrata sempre molto attenta ai temi dell'etica e sostenibilità ambientale, con progetti sociali e creazioni eco-compatibili sulla carta molto appetibili in Borsa, visti le sottoscrizioni sempre più frequenti di Green Bond.

3.3.3 Caso e-LIOS: settore tecnologico

Preview

Giovani, competenti, innovativi professionisti dell'ICT a 360°, nello sviluppo software personalizzati per l'industria 4.0 e per l'e-gov (pubblica amministrazione), nel trovare soluzioni web ideali per le imprese e per il settore turistico, nello sviluppo di App multiplatforma, e-commerce, web marketing e consulenza per progetti di ricerca. Affiancano soggetti privati e/o pubblici per ogni esigenza nel campo dell'informatica, partendo da un'analisi preliminare strategica, passando per l'ideazione e sviluppo operativo del progetto fino all'assistenza tecnica e consulenza a lavoro concluso.

Chi: E-LIOS, E-Linking Online System nasce nel 2007 come spin-off dell'Università di Camerino, autodefiniti come sarti del software, un team giovane e dinamico di informatici laureati, ricercatori ed esperti nello sviluppo software.

Cosa: Sviluppo software su misura, soluzioni efficaci, operative e funzionali, sempre aggiornati per garantire la soluzione migliore per ogni progetto.

Come: Ascolto, progettazione, sviluppo. Programmazione con cliente di ogni fase del progetto e sua personalizzazione in base alle specifiche aspettative, anche in modo dinamico, garantendo una continua assistenza anche dopo la consegna del sistema.

Aree di competenza

TRASPORTI: specializzazione nello sviluppo software dell'infomobilità, con l'obiettivo di semplificare, dematerializzare e sviluppare strumenti di gestione competenti e puntuali. E-LIOS sviluppa software per: emissione di ticket ed abbonamenti, gestione di sanzioni e aree di sosta, app e sistemi web ed accesso controllato per comunicare con i clienti, vestizione dei turni dei conducenti, pianificazione delle reti di trasporto. I suoi sistemi abbattano i costi materiali, offrono ai soggetti gestori di trasporto (privati o pubblici) dati aggiornati in tempo reale e facilitano l'utente nel fruire dei servizi di trasporto tramite lo smartphone.

Un esempio è l'app per pagare il parcheggio chiamata 4PARK, compatibile con sistema Android, progettata per un'azienda che gestisce un alto numero di parcheggi e aree di sosta ad accesso controllato. L'azienda aveva l'esigenza di dotarsi di uno strumento software a disposizione degli addetti del parcheggio, per registrare i pagamenti orari e effettuare verifiche sui mezzi in sosta tramite dispositivi mobile. 4PARK è stata creata come strumento semplice ed intuitivo, senza bisogno di elevate competenze tecniche. L'App permette poi di gestire e registrare i pagamenti tramite tablet o smartphone.

Grazie a credenziali di accesso controllato, i gestori del parcheggio possono controllare gli incassi, generare report per fasce di orario, addetti, o periodi, controllarne i trend.

Altro progetto recente è BigOne, il sistema di bigliettazione elettronica per il Trasporto Pubblico Locale, in uso dal 2008 in tutte le rivendite del consorzio Contram Mobilità della provincia di Macerata. BigOne consente la vendita dei titoli di viaggio anche attraverso sportelli bancari, la gestione del servizio da parte dell'azienda TPL e

l'informazione e acquisto online da parte dell'utenza. Tutto tramite un semplice browser, il cui unico requisito per il funzionamento è il collegamento ad Internet. Contram Mobilità copre il servizio di trasporto pubblico locale sull'intera provincia di Macerata, riunendo sei aziende di trasporto e con una rete di oltre 300 rivendite. L'esigenza era di dotarsi di un sistema per la gestione e la vendita dei titoli di viaggio semplice e completo, senza costi aggiuntivi legati a licenze o alle rivendite. Per far fronte a questa esigenza è nato BigOne, un sistema interamente tramite WEB con accesso controllato da login e password strutturato in tre portali:

- Sale per la gestione della vendita dei titoli di viaggio delle rivendite autorizzate;
- Admin per la gestione amministrativa e di back office a cura dell'azienda TPL;
- User per gli utenti che hanno acquistato titoli di viaggio.

Lo strumento per il controllo a bordo si è rivelato molto efficace in quanto fornisce all'operatore una serie accurata di informazioni sul titolo e sul viaggiatore che annulla la pratica molto diffusa di fornire false informazioni e false generalità. A completare il sistema si aggiunge un'app utente, per migliorare la user experience, tramite cui l'utente riceve le notifiche sulla scadenza degli abbonamenti, cerca orari e linee, riceve avvisi su sospensioni temporanee di servizio, scioperi, indisponibilità del servizio, etc.

Industria 4.0

E-LIOS affianca le imprese nel loro percorso verso l'industria 4.0, con consulenze mirate per introdurre le nuove tecnologie e potenziare quelle già in uso, promuovendo l'interconnessione tra macchine, interscambio di dati tra persone e cose, controllo

proattivo di produzione e qualità, analisi strategica dei dati, integrazione di filiera.

Tecnologie a livello di automazione industriale, IoT e dispositivi smart, software gestionali per la digitalizzazione e coordinamento della value chain, Big Data, etc.

E-LIOS individua e propone tre azioni fondamentali:

i) *Digitalizzazione* di ogni informazione del cliente, in quanto gestire magazzini, spazi aziendali, turni del personale, ordini e dati di produzione tramite software è vitale.

ii) *Interconnessione* tra persone, software e dispositivi in azienda grazie a sensori RFID (identificazione a radiofrequenza), reti, bar-code, in modo da poter tracciare la produzione, identificare ogni componente e conoscere la storia di ogni lavorazione.

iii) *Processi ottimizzati* in termini di pianificazione della produzione, monitoraggio ed analisi dati in tempo reale, individuazione delle aree di intervento per migliorare la produttività, interventi per ridefinire la produzione in base a nuove esigenze, per migliorare la gestione degli impianti e potenziare le linee produttive.

Aderire da subito a questo rinnovamento diventa fondamentale per aumentare la competitività aziendale, soprattutto per le PMI, con vantaggi sia in termini economici che qualitativi, quali: maggior efficienza produttiva, migliore coordinamento tra le fasi della value chain, abbattimento dei margini di errore, risparmio energetico, migliore reattività agli imprevisti e, infine, migliore qualità del prodotto.

Esistono poi importanti incentivi che supportano le imprese che investono in soluzioni funzionali alla trasformazione tecnologica-digitale, e lo staff E-LIOS è in grado di aiutare il cliente anche nell'individuazione della misura più adatta agli specifici obiettivi.

Le misure sono molte: Piano Industria 4.0, Ammortamento e Super Ammortamento, Nuova Sabatini (beni strumentali), Credito di Imposta per R&S, Patent box, Start-up e PMI Innovative, Fondo centrale di garanzia, Aiuto alla crescita economica.

TURISMO: E-LIOS mette le risorse tecnologiche a servizio del Marketing Territoriale e Guide Turistiche, sviluppando App mobile georeferenziate, campagne di marketing via web, portali turistici, soluzioni totem e sistemi di realtà aumentata per una fruizione innovativa e più coinvolgente del patrimonio culturale, artistico e naturalistico.

Questo perché il modo di viaggiare è cambiato e la tecnologia è nelle mani di tutti.

Programmare un viaggio, viverlo e raccontarlo sono operazioni che non possono prescindere da internet, social media e nuove tecnologie sensoriali. Soluzioni tra l'altro facilmente accessibili, multilingua, facili da consultare e condividere via social network.

Ulteriori offerte tecnologiche per il settore turistico riguardano:

- *geolocalizzazione e profilazione dell'utente*, per localizzare il turista, guidarlo e mostrare contenuti e luoghi d'interesse in base alla posizione e sue preferenze;
- *interazione con i sensori (beacon¹⁰) o QR code*, tramite cui il turista, se vicino, può automaticamente visualizzare i relativi contenuti nel proprio smartphone;
- *marketing analitico/statistiche*, integrando i dati con Google Analytics per individuare i contenuti più visitati e analizzare a fondo i gusti dei visitatori;
- *AR (Realtà Aumentata)*, per i più innovatori, con soluzioni che immergono il turista in ambienti virtuali, potendo ricostruire il passato o mostrare ciò che ora è distrutto, grazie a software che trasformano la vista in un gioco interattivo.

¹⁰ Sensori Bluetooth con codici il cui contenuto può essere ricevuto e letto tramite app o piattaforme.

PUBBLICA AMMINISTRAZIONE: E-LIOS progetta e realizza soluzioni software per migliorare l'organizzazione e i processi digitali di tutti i settori della PA, garantendo elevata capacità di integrazione con software e basi dati eterogenee ed in costante collaborazione con Halley Informatica s.r.l. ed il centro di ricerca e-Gov di UNICAM.

I principali servizi offerti alla Pubblica Amministrazione riguardano:

- *Atenei*, per semplificare e automatizzare i processi delle università e comunicare in modo chiaro, continuo e interattivo con gli studenti;
- *GIS (Sistemi Informativi Geografici) e Web GIS*, per la gestione e condivisione di dati territoriali eterogenei, integrati con i sistemi informativi in uso;
- *Assistenza tecnica* su hardware e software, con un supporto che spazia dalla consulenza alla formazione del personale fino alla manutenzione dei sistemi;
- *Mobile App*, per migliorare il dialogo con il cittadino nella gestione di servizi come la raccolta differenziata, comunicazioni di pubblica utilità, segnalazioni;
- *Portali e piattaforme abilitanti*, per l'informazione e interazione con il cittadino, per garantire chiarezza, usabilità e accessibilità, in accordo con le direttive UE;
- *Sistemi Informativi*, per la gestione digitale di procedure amministrative, anche in risposta a specifiche regionali o a progetti provinciali e nazionali.

Web, e-Commerce e Mobile App

Il web è lo strumento giusto per raggiungere i clienti target, promuovere in modo originale prodotti e immagine, capire le esigenze del mercato e fidelizzare i clienti. La rete può diventare la migliore alleata in campo di comunicazione e vendite, ambiente ideale per il marketing di ultima generazione, con soluzioni che vanno dal sito web ai social network, alle app (applicazioni per lo smartphone), fino ai portali e-commerce.

Sono facili da aggiornare, curate graficamente e ben indicizzate nei motori di ricerca.

- Siti e portali web personalizzati e dinamici, in linea con le novità tecnologiche e grafiche, basati su CMS (Content Management System) quali WordPress. Lo sviluppo di ogni portale è calibrato su obiettivi di business e mercato specifici. Tali portali gestiscono: visione media (foto, video, audio), blog, newsletter, calendario aziendale, download e condivisione documenti, confronto prodotti.
- Sviluppiamo App per dispositivi mobili su iOS, Android, Windows mobile, per una gestione innovativa delle attività di marketing. Un'azienda così si rende più dinamica e attenta alle nuove tecnologie, agevolando il lavoro da remoto di dipendenti e collaboratori, migliorando l'accessibilità alle informazioni, aggiungendo valore ai prodotti e, creando un legame più diretto con il Cliente per rafforzare il proprio marchio. Le app sfruttano le funzionalità specifiche dei telefoni, ottenendo risultati che possono essere raggiunti attraverso un sito internet (coordinate GPS, telecamera, notifiche push ed altro ancora). Inoltre, e-Lios sviluppa le sue app interamente in linguaggio nativo, ossia del dispositivo sul quale vengono lanciate, con tre principali vantaggi: maggior velocità e migliore User Experience; facilità di utilizzo lato utente e meno casi di malfunzionamento; capacità dello smartphone utilizzato sfruttate al 100%.
Esempio - PICH, app di rilevazione presenze per monitorare le entrate/uscite dei dipendenti, basata su tre semplici elementi: l'app stessa; uno smartphone su cui installare l'app da tenere all'entrata, con modulo NFC (tecnologia di comunicazione automatica in prossimità – 10 cm); dei cartellini NFC individuali per comunicare con lo smartphone e l'app. I principali benefici sono: semplicità

di utilizzo e dotazione; conservazione dati in un database on-line, visionabili facilmente; sempre tramite il portale, è possibile cumulare i dati raccolti per creare statistiche totali o per dipendente; possibile anche creare dei report a fine mese, calcolare le buste paga con precisione, impostare orari, ROL, ferie.

- Applicazioni web personalizzate, sia in ambienti intranet che extranet, con progetti accessibili, flessibili e facili da aggiornare che permettono di migliorare processi aziendali. Alcuni esempi sono: cataloghi interattivi, verifica online degli stati di ordine, condivisione e gestione di documenti interni (listini, disponibilità, ordini, documenti), generazione automatica di report e documentazione aziendale, sistemi di interazione con il cliente.
- E-commerce e multi-stores, per scegliere la soluzione di vendita online più adatta all'impresa. A seconda delle specifiche esigenze, si possono progettare portali per un solo marchio o che propongono prodotti di diverse aziende.
- Web marketing, esplorando le potenziali interazioni tra il mondo dei social (Facebook, Twitter, Youtube, LinkedIn, Pinterest) e il sito aziendale, fornendo poi consulenze mirate per strategie di social media marketing e optimization.

RICERCA E SVILUPPO: un team costantemente impegnato in attività di monitoraggio dei finanziamenti per l'ICT garantisce ai Clienti supporto per il co-finanziamento dei progetti di R&S, oltre che un servizio di consulenza strategico-direzionale e assistenza, con la collaborazione dell'Università di Camerino e di altri centri di ricerca accreditati. Assicuriamo i nostri Clienti in tutte le fasi del progetto: definizione dell'idea di progetto; individuazione della linea di finanziamento idonea; composizione della partnership; elaborazione della proposta tecnico-amministrativa; follow-up della fase

di valutazione; fasi operative della ricerca e sviluppo tecnico dell'idea; supporto alla fase di rendicontazione (partnership con studi specializzati o consulenti); diffusione dei risultati ottenuti con campagne, conferenze stampa ed eventi mirati con il cliente.

La società è impegnata in ambienti e progetti di ricerca e sviluppo a livello europeo, nazionale, regionale ed interregionale, nonché di sviluppo locale.

Partners

Tra i principali partner con cui e-LIOS ha avuto modo di collaborare negli ultimi anni, oltre al già citato consorzio Contram Macerata per il trasporto pubblico, l'Università di Camerino e la Regione Marche, meritano di essere citati:

- Simonelli Group, produttore pluripremiato di macchine per caffè altamente tecnologiche, eco-sostenibili ed ergonomiche con centri distributivi anche in USA, Francia e Singapore ed Experience Lab in Cina, Indonesia e Spagna;
- Confindustria Macerata, collante fondamentale con il mondo industriale;
- Halley Informatica, sviluppatore di software per la PA in oltre 3.000 comuni italiani riguardo a servizi inerenti Paghe, Tributario-Fiscale, Previdenza, Polizia Municipale e molto altro, sopperendo a carenze e inadeguatezza di personale;
- BPR Group, società di consulenza organizzativa ed engineering per lo sviluppo di sistemi d'automazione, specializzata in Lean Thinking e Industria 4.0;
- La Pasta di Camerino, principale marchio del gruppo Entroterra spa, nato da un piccolo laboratorio artigianale e cresciuto fino a scalare i vertici del mercato, con 68 dipendenti (60% donne), e una produzione di circa 450 quintali di pasta al giorno, premiata come la migliore italiana per il rapporto qualità/prezzo.

Dati AIDA e riflessioni

Società indipendente (indice BvD A+) partecipata da 29 azionisti con quote dall'1 al 10% (eccetto quello di maggioranza con 23%, anche manager), di cui un'Università e 5 Società (una con 100 mln di fatturato e 500 dipendenti), 7 membri del CdA senza legami familiari e un revisore dei conti in carica. Nonostante un livello di Fatturato ancora contenuto, comunque aumentato del 53% dal 2017, la Società mostra:

- Utile Netto di € 0,17 milioni, pari all'11,5% dei Ricavi (rispetto al 4% del riferimento nel 2017), recuperando dalla perdita del 7% del 2016 e raddoppiando il ROE (44%) per gli azionisti;
- EBITDA/Vendite (%) doppio rispetto agli anni 2015 e 2017, che annulla da solo l'incidenza della contenuta PFN, con ROA e ROS triplicati intorno al 15%;
- Debito vs/banche incide nel 2018 solo per l'8% del fatturato (21% nel 2016), il grado di copertura degli interessi passivi è più che raddoppiato (45%) e l'indice d'indipendenza finanziaria è pari al 30% stabile (maggior patrimonializzazione).

Di seguito si riporta una tabella con dei confronti utili per e-LIOS S.r.l. (prima riga).

Ricavi 2018 (migl EUR)	Crescita ricavi	EBITDA/Vendite	PFN/EBITDA	Debt/Equity	Dipendenti
1.454	35%	14,00	circa 0	0,64	29
36.000	18%	14	0,90		
8.010	7%	10,16	2,16	3,46	Dati 2018 Websolute*

- VALORI MEDI AIM ITALIA 2017, SETTORE "TECNOLOGIA-DIGITALE"

*Società da qualche mese quotata sull'AIM Italia, tra le migliori a fine 2019 in termini di performance finanziaria post-IPO, con business molto simile a quello proposto dalla e-LIOS S.r.l. Nel 2018, ultimo esercizio da capogruppo non quotata, mostrava flussi di cassa in crescita di oltre il 30%, un Utile Netto di € 0,47 milioni (6% dei Ricavi, in lieve crescita dai precedenti esercizi) con un ROE di oltre il 50% grazie al ridimensionamento del Patrimonio Netto in favore della componente di debito quasi raddoppiata. Essa ha inoltre dimezzato il grado d'indipendenza finanziaria (11%), con una PFN aumentata ma a un ritmo di poco superiore a quello dell'EBITDA (ROI e ROS stabili sotto la media). A livello consolidato, a fine 2018 ha registrato un Utile del 5,5%, un EBITDA del 13% e un rapporto PFN/EBITDA di 1,47x; a metà 2019, a ridosso dell'IPO, un Utile dell'8%, un EBITDA del 17% e rapporto PFN/Ebitda di 2,12x.

Numeri, quelli appena citati, anche meno interessanti di quelli di e-LIOS, la quale ha sicuramente delle lacune in termini di portata dei servizi offerti ed esperienza, ma può contare su un organigramma ben strutturato e competente, partnership funzionali come quella con la PA e l'UNICAM (fucina di brillanti programmatori e sviluppatori informatici) e un mercato, quello dei servizi digitali, in continua e rapida crescita.

Una società giovane e composta da giovani laureati, con un rapporto diretto (e finanziario, in quanto azionista) con l'Università dalla quale è nata in seguito ad uno spin-off che è garanzia di futura eccellenza. Inoltre, propone un business digitale eterogeneo in termini servizi, altamente complesso e ad alto valore aggiunto per soggetti che, come le PMI a direzione familiare e le pubbliche amministrazioni, spesso non hanno le dovute risorse e competenze per svilupparli o apprenderli internamente. Vanta inoltre importanti progetti con Gruppi affermati come Simonelli ed Entroterra,

oltre che dei rapporti strategici con Confindustria. In conclusione, il fatto di essere specializzato ed in grado di fornire progettazione, consulenza ed assistenza di qualità in termini di software operativi e tecnologie 4.0 quali Big Data, IoT e robotica, rende tale Società altamente attrattiva agli occhi sia di potenziali investitori qualificati che di eventuali business combination o acquisizioni strategiche.

3.3.4 Valutazioni Finali

Le tre imprese appena proposte, primariamente analizzate da un punto di vista economico-finanziario e di governance sommaria attraverso la banca dati AIDA e, in un secondo momento, osservate da un punto di vista di sostenibilità competitiva del modello di business tramite il sito web principale ed altri articoli, rappresentano sicuramente tre profili interessanti per una potenziale futura quotazione in Borsa. Infatti, sono le tre Società che, per macro-settore d'attività e considerando i risultati delle due ricerche sulla banca dati, presentano dati quantitativi più equilibrati da un punto di vista della crescita economica e della sostenibilità della struttura finanziaria. Tuttavia, è necessario fare due precisazioni: in primis, a livello assoluto è probabile che esistano, per alcuni tra i parametri considerati, altre Società del pool di ricerca con valori migliori; in aggiunta, giova ribadire che a livello di sistemi di governance e di cultura gestionale poco si è potuto approfondire con i mezzi a disposizione in questa sede, né risulterebbe agevole intuire le prospettive delle proprietà con riferimento ad un così impegnativo progetto di quotazione.

CONCLUSIONI

Sebbene il presente lavoro abbia richiesto uno sforzo di oltre quattro mesi e la consultazione di molte fonti informative, le analisi dei vari bilanci e piani industriali delle imprese target avrebbero potuto essere ancora più profonde e articolate, così come la sperimentazione ed i confronti elaborati nella banca dati AIDA. Premessa dovuta considerati i limitati mezzi a disposizione e il contesto di analisi.

Anche attraverso il prezioso contributo del sito di Borsa Italiana e di alcuni contenuti liberamente disponibili sul sito della Società di consulenza finanziaria IR Top Consulting, è stato piuttosto agevole comprendere, nella prima fase di studio del contesto, sia le logiche di funzionamento di tale sistema multilaterale di negoziazione che i suoi notevoli numeri di crescita e successo. Trend che non lasciano spazio a dubbi in termini di raccolta di capitali a titolo di equity (non solo), con previsioni di crescita per il 2020 anche per la veicolazione del risparmio degli investitori Retail (esempio dei Piani Individuali di Risparmio), e di rafforzamento di brand e standing generale.

I ritorni in termini di sostegno finanziario e di networking strategico nei confronti della community finanziaria ed istituzionale sono di indubbia affidabilità. Dal punto di vista dei costi di quotazione, tra le principali barriere per tale scelta, hanno una buona probabilità di ridursi ulteriormente rispetto ai già efficaci crediti d'imposta previsti.

Inoltre, i requisiti per l'accesso e l'operatività, con particolare riguardo agli obblighi di bilancio e informativa price-sensitive, sono molto meno stringenti rispetto ai segmenti STAR e MTA, aprendo ad una strada di maggior trasparenza che permette di avvicinare gli investitori più qualificati, garanzia di un costante e corposo sostegno per le Società

che dimostrano di avere dei solidi e convincenti piani di sviluppo. I vari investimenti in personale qualificato o in consulenze mirate, gli adempimenti organizzativi in termini di vigilanza/controllo interno e di revisione contabile, nonché una maggiore separazione funzionale sia operativa che amministrativa sono, più che dei sacrifici, degli interventi funzionali e che aggiungono valore se ci si riferisce ad aziende con business in crescita e con una marcata tendenza all'internazionalizzazione. Già si è detto, poi, di come sia preferibile affidarsi ad un fondo di Private Equity nel caso in cui si ritenga di non avere, parallelamente ad un business solido e con elevata marginalità, adeguate competenze manageriali e risorse per un tale impegno.

Proprio la maggior trasparenza informativa di cui parlavo poc'anzi ha permesso di raccogliere ed elaborare agevolmente le informazioni più rilevanti di tre Società quotate all'AIM, focus del secondo capitolo del lavoro di tesi.

I tre casi, oltre al fatto di appartenere a settori di business diversi, hanno mostrato diverse indicazioni in merito alla convenienza della scelta di quotazione. Il primo caso analizzato è stato quello del Manifatturiero con CLABO, il quale, a fronte di un business di alta qualità basato sul Made in Italy, con forti investimenti in R&D e con un mercato (soprattutto internazionale) in crescita, ha mostrato un rallentamento della crescita economica e forte ribasso di performance azionaria. Le cause di questo trend negativo sono molteplici: momentanea chiusura della controllata cinese per l'implementazione del software gestionale, rallentando provvisoriamente un mercato in forte crescita; tensioni commerciali tra USA e Cina (principali motori del Gruppo negli ultimi 2 anni), che ha rallentato la contrattazione nel secondo semestre del 2019; implementazione, forse in maniera non ottimale e con sostegno manageriale non di primo livello, di

processi e macchinari per una maggior digitalizzazione ed automazione del processo produttivo; esposizione debitoria e durata del ciclo commerciale sopra la media, fattori in grado di influenzare le decisioni di investitori medi non qualificati. In ogni caso, i numeri per il prossimo futuro sono incoraggianti, confermati dal Presidente Pierluigi Bocchini dopo la partecipazione da protagonista al Salone Internazionale della Gelateria e Pasticceria (SIGEP), svoltasi a Rimini lo scorso gennaio: “Siamo molto soddisfatti della nostra presenza al SIGEP. Abbiamo registrato dei significativi aumenti nei nostri stand rispetto alla passata edizione sia come numero di visitatori sia come interesse relativamente ai nuovi prodotti presentati (basati su nanotecnologie). Attendiamo ora fiduciosi la prossima manifestazione fieristica “Gelatissimo” di Stoccarda per avere conferma del buon trend del nostro mercato di riferimento”. Il Direttore Generale Riccardo Bottura ha aggiunto: “Abbiamo chiuso il 2019 con una buona crescita delle vendite nette consolidate che sono passate dai 44,4 milioni del 2018 ai 49,3 milioni dell’esercizio appena concluso, con un incremento dell’11%. Il nuovo anno sta dando segnali positivi a livello di ordinativi su tutti i mercati e siamo molto fiduciosi di mantenere lo stesso trend di crescita delle vendite anche per l’anno in corso. Stiamo gestendo con grande attenzione anche la situazione nel nostro stabilimento in Cina che potrà riaprire il prossimo lunedì 10 febbraio, con una sola settimana di ritardo rispetto al programma. Abbiamo la produzione per tutto il mese in corso già assicurata grazie al buon trend delle vendite export nei mercati asiatici”. Diverso è invece il caso CLEANBNB nel settore servizi e operante nel mercato della gestione di affitti brevi. Anche tale Società ha avuto una leggera flessione della performance azionaria post-IPO, ma dovuta ad un business poco conosciuto ed in forte

espansione, che si basa sull'erogazione di servizi in forma digitale attraverso software complessi ed avanzati di ricerca e prenotazione. Inoltre, gli alti investimenti per l'espansione internazionale e ulteriore potenziamento digitale hanno avuto ed avranno come conseguenza delle perdite fino al 2021, fattore che potrebbe inizialmente far esitare gli investitori, ma con enormi margini positivi previsti dal 2021. L'AD Zorgno ha infatti confermato come sia gli affitti gestiti che i pernottamenti crescano con costanza a tassi sbalorditivi dal 2018. Sicuramente sarà necessaria una maggior strutturazione a livello di personale qualificato e tecnico, ma il core business resta attrattivo.

Il terzo e ultimo caso analizzato riguarda il settore Tecnologia-Digitale con CYBEROO, Gruppo attivo nel business sei servizi gestiti con focus su *cyber security* e, come il caso CleanBnB, di recente quotazione. Le sue tre linee principali di business (*cyber security*, servizi gestiti e mercato digitale) si inseriscono in mercati in fase di alta crescita, ad elevata complessità e sempre più critici per Società ed Economia del prossimo futuro. Le sue elevate competenze e know-how, supportate da un'eccellente rete di partner distributori delle soluzioni sviluppate, sono state pienamente comprese dagli investitori in sede di IPO, raccogliendo offerte di sottoscrizione pari a 5/6 volte l'ammontare necessario. A livello di performance azionaria, il valore del titolo è stabile intorno ai 4 euro, con una capitalizzazione che sfiora i 40 milioni di euro. Il polo ingegneristico di Kiev, terreno fertile per importanti progetti di R&D e partnership centri accademici e di ricerca, è solo il primo tassello per una progressiva espansione e potenziamento della rete distributiva al di fuori dei confini nazionali.

Le interviste rivolte direttamente a referenti di vertice delle Società hanno confermato i trend e le valutazioni in termini di vincoli e opportunità di quotazione all'AIM Italia.

Passando poi, nel terzo ed ultimo capitolo, ad un'analisi mirata al contesto delle PMI marchigiane, è facile osservare come questa soluzione strategica di finanziamento sia poco praticata e conosciuta, né di potenziale interesse per tali numerosissime aziende. Infatti, tra le migliaia di PMI attive nelle Marche registrate nella banca dati AIDA, utilizzata nella parte finale del mio lavoro, la maggior parte di esse presenta una portata di business e volumi d'affari contenuti, insieme ad un'alta dipendenza dal debito (utile anche perché meno rischioso per il soggetto imprenditoriale) ma soprattutto con forte dipendenza da poche figure, anche coincidenti, per ruoli amministrativo-strategici ed operativi. Come già ripetuto più volte nei precedenti capitoli, nonostante ci siano diversi casi di buona marginalità e business model sostenibili, si nota, da un lato, poca elasticità culturale di fronte ad un'apertura a capitali e competenze professionali esterne e, dall'altro lato, scarsa informazione su strumenti meno tradizionali di raccolta di risorse finanziarie a sostegno della crescita. Svitati casi presentano, però, buoni fondamentali economici in crescita a tassi anche superiori alle medie AIM Italia, con strutture finanziarie ben equilibrate e una patrimonializzazione crescente, per i quali non dovrebbe essere troppo complesso attirare l'attenzione di grandi investitori (con un'attenta comunicazione finanziaria). Chiaramente, nella fase finale della ricerca sperimentale sulla banca dati, andando ad alzare ancor più l'asticella dei parametri di ricerca, sono emerse una ventina di Società di alto livello, tre delle quali proposte personalmente come potenziali target di acquisizione esterna o di futura quotazione in proprio su AIM Italia.

A titolo di riepilogo finale, a conclusione delle analisi e riflessioni elaborate in questo lungo percorso, ecco le principali qualità ricorrenti tra le migliori Società proposte

compatibili con un'entrata e successiva "navigazione" di relativa tranquillità nell'AIM: track record recente di successo, con elevata marginalità, buona liquidità a breve e solidità patrimoniale nel medio-lungo termine; presenza ed attività crescente nei mercati extra-nazionali, idealmente con delle società controllate nei principali mercati europei/internazionali, vista anche la perdurante stagnazione nel Belpaese; business model innovativo, flessibile e "digitalizzato"; solida forza competitiva in mercati che siano in fase di indubbia crescita; attenzione all'impatto ambientale e tematiche etico-sociali; elevato know-how specifico-tecnico e competenze strategico-manageriali; partnership strategiche e funzionali per lo sviluppo sostenibile del business.

Al contrario, i principali fattori deterrenti per una valutazione di quotazione riscontrati nel contesto d'analisi riguardano: una non elevata e spontanea apertura comunicativa e piena trasparenza informativa, legata ovviamente anche ai deboli vincoli previsti per le piccole imprese non quotate; scarsa autonomia gestionale, condizionata (se non dipendente) dall'indirizzo dei proprietari azionisti, e scarsa separazione funzionale; come conseguenza dei suddetti fattori, dubbia indipendenza e adeguatezza professionale in molti degli ambiti compresi nel sistema complessivo del valore; debole strutturazione interna per il controllo (comitati strategici, Internal Audit...).

Concludendo, da una parte il tessuto imprenditoriale marchigiano, o almeno i casi di maggior esperienza e successo, deve fare un salto di qualità dal punto di vista della profondità culturale e manageriale, acquisendo determinate conoscenze critiche per lo sviluppo di un qualsiasi business. Dall'altra, i soggetti abilitati e più influenti della comunità finanziaria devono diffondere ulteriormente questi concetti presso il pubblico, in maniera user-friendly, aumentandone la consapevolezza dei benefici.

APPENDICE

Tabella con risultati della 2° strategia di ricerca nella banca dati AIDA (Top 15 PMI)

Chiusura bilancio Ultimo anno disp.	Ricavi delle vendite migl EUR	Crescita ricavi	EBITDA/Vendite %	PFN/EBITDA	Debt/Equity ratio	Dipendenti
31/12/2018	21.734	42%	25,88	-0,12	0,05	85
31/12/2018	15.875	15%	15,52	0,09	1,07	103
31/12/2018	13.574	13%	13,55	2,06	1,46	89
31/12/2018	12.350	49%	15,34	0,61	1,76	45
31/12/2018	10.050	59%	29,68	1,13	0,78	29
31/12/2018	9.900	24%	18,95	0,45	0,45	48
31/12/2018	6.766	12%	17,97	-0,13	0,11	50
31/12/2018	3.908	45%	22,44	0,47	0,35	32
31/12/2018	3.768	11%	23,73	0,65	0,51	26
31/12/2018	3.661	15%	14,32	0,69	1,15	38
31/12/2018	16.050	19%	15,85	0,98	0,50	62
VALORI MEDI	10.694	28%	19,38	0,63	0,74	55
31/12/2018	15.526	14%	19,73	0,46	0,41	105
31/12/2018	7.450	13%	14,40	1,46	0,64	38
31/12/2018	5.943	19%	20,35	2,27	1,00	27
VALORI MEDI	9.640	15%	18,16	1,40	0,68	57
31/12/2018	1.454	35%	14,00	0,00	0,64	29

RIFERIMENTI, BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*,
Giappichelli Editore, Torino, 2013.

MANELLI A., PACE R., *La finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2009.

<https://aimnews.it/investitori/51242/osservatorio-aim-edizione-2019/>

<https://aimnews.it/ir-top-per-aim-italia/41242/ir-top-credito-dimposta-sui-costi-di-ipo-e-processo-di-quotazione-su-aim/>

<https://bebeez.it/2017/06/05/le-migliori-pmi-della-marche-40-bilanci-ai-raggi-x/>

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

<https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/07/10/40229/>

<http://minibond.it/le-emissioni-di-minibond>

Sono stati consultati, oltre ai sopra citati siti di Borsa Italiana e IR Top Consulting, i siti web delle varie Società analizzate nel secondo e terzo capitolo, nonché i vari documenti di bilancio e comunicazioni finanziarie liberamente disponibili nelle rispettive sezioni di Investor Relations.

Infine, per la parte introduttiva e concettuale del presente lavoro, sono risultate utili alcune nozioni e definizioni di giornali online specializzati in materie economico-finanziarie come Il Sole 24 Ore e Money.it, oltre che vari spunti accademici tratti dal materiale didattico universitario.