



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e management
Curriculum Economia e diritto di impresa

AIM ITALIA: UN’OPPORTUNITÀ DI CRESCITA PER LE PMI.
IL CASO ECOSUNTEK S.P.A.

AIM ITALY: A GROWTH OPPORTUNITY FOR SMEs.
THE ECOSUNTEK PLC BUSINESS CASE

Relatore: Chiar.mo
Prof. Alberto Manelli

Tesi di Laurea di:
Erika Santoni

Anno Accademico 2018 – 2019

INDICE

Introduzione.....	1
Capitolo 1: Le possibilità di finanziamento delle PMI.....	5
1.1 Capitale di rischio e capitale di debito: pro e contro.....	6
1.2 Il ciclo di vita dell'impresa.....	10
1.3 La definizione del fabbisogno finanziario nell'impresa.....	13
1.4 Il panorama imprenditoriale italiano.....	16
1.4.1 La struttura finanziaria delle PMI.....	17
Capitolo 2: AIM Italia- Mercato alternativo del capitale.....	21
2.1 Cenni storici.....	22
2.2 Perché quotarsi?.....	24
2.2.1 I vantaggi.....	25
2.2.2 I vincoli.....	34
2.3 I requisiti richiesti per l'ammissione al listino.....	36
2.3.1 Requisiti formali.....	37
2.3.2 Requisiti sostanziali.....	39
2.3.3 Requisiti formali necessari per la permanenza nel listino...	41
2.4 I soggetti che intervengono nel processo di quotazione.....	43

Capitolo 3: Considerazioni utili al «salto dimensionale» delle PMI.....	49
3.1 Lo sviluppo dei canali alternativi.....	51
3.1.1. Le misure della Capital Market Union.....	53
3.2 I canali alternativi.....	56
3.2.1 Il <i>private equity</i>	56
3.2.2 Il <i>venture capital</i>	60
3.2.3 Le cambiali finanziarie.....	61
3.2.4 I mini- bond.....	63
3.2.5 Le SPAC.....	65
Capitolo 4: Ecosuntek S.p.A.....	71
4.1 Cenni storici della società.....	71
4.2 Il contesto macroeconomico.....	74
4.3 La <i>corporate governance</i>	78
4.3.1 Il modello operativo.....	81
4.4 Il processo di quotazione.....	85
4.5 I risultati conseguiti post- quotazione.....	89
4.6 La situazione economico- finanziaria.....	91
4.6.1 Analisi della redditività.....	91
4.6.2 Analisi della solidità.....	97

Conclusioni.....	105
Bibliografia.....	110
Sitografia.....	112

INTRODUZIONE

Il sistema imprenditoriale italiano è caratterizzato principalmente da piccole e medie imprese (da qui in poi individuate dall'acronimo PMI) contrassegnate da una conduzione e un controllo prettamente familiare. Ciò è dovuto principalmente a: il modello imprenditoriale di carattere nazionale e alla mancanza di apertura culturale verso modelli di impresa che prevedano la divisione della componente proprietaria da quella gestionale, privando, in parte, la componente proprietà di potere decisionale. Sempre in riferimento a tale caratteristica un'altra argomentazione che incide fortemente sull'assetto proprietario è il passaggio generazionale dell'impresa. La proprietà delle imprese italiane passa di padre in figlio senza che, la figura uscente, si interroghi se colui o coloro che ereditano abbiano maturato le capacità giuste necessarie per la conduzione, privandosi così della possibilità di attingere ad un mercato manageriale che proponga figure più specializzate e che abbiano anche esperienza.

Poi, rispetto alle PMI degli altri Paesi europei, soprattutto quelli anglosassoni, hanno una struttura finanziaria fortemente orientata al sistema bancario per il reperimento delle risorse finanziarie necessarie.

Questa tendenza "bancocentrica", che lascia poco spazio ad ogni altro tipo di finanziamento, evita alle stesse l'assunzione di eccessivi rischi, ma di contro impedisce loro di crescere in maniera continua, e risentendo, come è accaduto di recente, dei danni causati dalle crisi economico- finanziarie.

Uno dei motivi per cui le PMI tendono a prediligere il sistema bancario per finanziarsi è individuabile nell'atteggiamento della proprietà delle stesse; infatti gli imprenditori sono riluttanti ad aprire il proprio capitale a finanziatori estranei, con i quali poi si ritroverebbero a condividere parte della propria impresa.

Altri deterrenti sono individuabili nelle questioni relative alla riorganizzazione della *corporate governance*, ai costi che tale operazione comporta e ai vincoli che un'eventuale quotazione comporterebbe.

A tal proposito, già nel 2004, Borsa Italiana S.p.A. istituì il segmento ristretto Expandi, riservato alle piccole imprese, e il segmento STAR per le medie imprese, entrambi comunque dedicati alle imprese con bassa capitalizzazione che, a seguito della fusione con LSE (London Stock Exchange), ha previsto la sostituzione del segmento Expandi con AIM Italia. Mentre STAR è rimasto tale, riservato però a medie imprese che si impegnano a rispettare dei requisiti di eccellenza ben precisi.

Il presente lavoro ha lo scopo di analizzare i benefici, in termini di ritorni economici e di sviluppo, che le PMI possono trarre da una quotazione sul mercato finanziario ad esse dedicato, consentendo così anche al nostro paese di essere al passo con gli altri sfruttando le nostre caratteristiche imprenditoriali e soprattutto di consolidare ancor di più la qualità produttiva.

Lo svolgimento di questa analisi avviene con la presentazione del caso aziendale Ecosuntek S.p.A., società umbra operante nel settore delle energie rinnovabili, caratterizzata da una *corporate governance* composta perlopiù da giovani.

CAPITOLO 1

LE POSSIBILITA' DI FINANZIAMENTO DELLE PMI

L'obiettivo principale di ogni azienda è la creazione del valore. Le PMI, come ogni altra impresa di qualunque dimensione, hanno la necessità di finanziarsi per coprire i costi derivanti dalle operazioni volte alla ricerca della massimizzazione del loro valore. L'impresa che riesce in questo obiettivo è quella in grado di creare quel "qualcosa in più" che sia di valore per ogni suo *stakeholder*. Per poter perseguire tale scopo e per poter predisporre l'attività finalizzata a ciò che andrà a realizzare flussi in entrata e in uscita, sono necessarie fonti di finanziamento che vadano a coprire gli investimenti necessari da porre in essere; tali fonti possono essere divise in due macrocategorie: interne ed esterne.

Nella prima categoria rientra il solo autofinanziamento, che può essere interpretato tramite due accezioni a seconda di come si considerano gli utili da cui deriva:

- utili netti, allora si intende l'autofinanziamento "in senso stretto" generato dai maggiori ricavi conseguiti rispetto ai costi sostenuti in un determinato periodo, derivando perciò dagli utili realizzati dall'attività aziendale e non distribuiti agli azionisti bensì investiti all'interno dell'azienda e quindi destinati ad aumentare il capitale proprio;

- utili lordi, che danno origine all'autofinanziamento in “senso allargato” che, è la somma degli utili netti non distribuiti e dei costi di esercizio che non hanno manifestazione monetaria.

Perciò, sostanzialmente l'autofinanziamento è la risorsa legata ad accantonamenti contabili e al reinvestimento di utili autogenerati.

Nella seconda categoria rientrano quelle fonti di finanziamento che derivano da soggetti esterni all'azienda e che consistono in capitale di rischio (o proprio) e capitale di debito.

1.1 CAPITALE DI RISCHIO E CAPITALE DI DEBITO: PRO E CONTRO

Entrambe tali fonti vengono definite esterne perché non apportate direttamente dall'attività aziendale, bensì da soggetti terzi. Queste risorse vengono utilizzate laddove l'autofinanziamento non basti a coprire le necessità finanziarie scaturenti dalla gestione.

Il capitale di rischio si genera mediante apporto di denaro o in natura da parte dell'imprenditore, nel caso di un'impresa individuale, o per mano dei soci, laddove l'apporto sia destinato ad una società. Con il conferimento si acquisisce il vincolo di pieno rischio, per cui il rendimento e l'eventuale rimborso dipendono direttamente dall'andamento economico della gestione aziendale.

Nel caso di una società colui che conferisce risorse, e quindi che sottoscrive una parte del capitale sociale, acquisisce lo status di socio, con conseguente

assegnazione di azioni, nel caso di S.p.A., o quote a seconda dello specifico tipo di società a cui esse si riferiscono. Vengono inoltre assegnati diritti di natura sia patrimoniale che amministrativa. Tra i primi vi rientrano i dividendi e, sempre eventuale, il rimborso di quanto conferito; mentre i secondi fanno riferimento al potere gestionale che il socio acquisisce nella società.

Coloro che sottoscrivono azioni o quote automaticamente si assumono il rischio d'impresa derivante dal risultato ottenuto dalla gestione aziendale.

Il capitale di rischio è composto da: il capitale sociale, la riserva di capitale e gli utili non distribuiti. Il capitale sociale, a sua volta, è formato dalla totalità dei conferimenti dei soci avvenuti sia in sede di costituzione della società, sia quelli effettuati successivamente. L'assegnazione della parte di spettanza al socio avviene proporzionalmente a quanto apportato. Durante il ciclo di vita dell'impresa questo valore può aumentare (nel caso in cui si palesi la necessità di ulteriori risorse e si vuole evitare il ricorso al debito) o diminuire (come quando si subiscono delle importanti perdite) ma comunque funge da garanzia per coloro che hanno sottoscritto obbligazioni con la società.

La riserva di capitale deriva dall'apporto di elementi patrimoniali. Uno dei motivi per cui viene appositamente creata è nel caso in cui si verificano apporti da parte di nuovi soci. A questa categoria appartiene la riserva sovrapprezzo azioni, che viene movimentata qualora venga incrementato il capitale proprio post costituzione.

Infine gli utili non distribuiti che consistono in quelle risorse che rimangono a disposizione dell'impresa piuttosto che distribuite ai soci a titolo di dividendi.

L'impresa che sceglie di finanziarsi facendo ricorso al capitale di rischio è quella che vuole realizzare un salto dimensionale aprendo il proprio capitale a terze persone; è il risultato di un lavoro compiuto dall'imprenditore in merito al concetto di chiusura riferito all'assetto proprietario, caratteristica delle PMI italiane, che coglie l'opportunità di crescita derivante da tale operazione.

I benefici derivanti da tale scelta riguardano:

- «è della società», è quindi stabile e l'impresa può fare affidamento ad esso per l'intera durata della stessa che si auspica essere illimitata;
- flessibilità della remunerazione. Gli amministratori possono decidere se, quando e in che misura proporre la distribuzione degli utili spettanti ai soci e ciò è possibile per la mancanza di vincoli contrattuali;
- flessibilità nella gestione. Sempre per effetto della mancanza di vincoli contrattuali la scelta dell'impresa di destinare queste risorse a un determinato investimento piuttosto che ad un altro è del tutto discrezionale;
- tolleranza. Riesce a sopportare l'elevato grado di rischio derivante dalle possibilità di crescita dell'impresa;

- assenza di garanzie. Affinché venga emesso e quindi sottoscritto non sono necessarie garanzie reali e/ o firme da parte dell'emittente¹.

Le ritrosie che potrebbero spingere a non prendere in considerazione questa tipologia di finanziamento riguardano il costo, rispetto al capitale di debito, derivante dalla maggiore remunerazione richiesta dai sottoscrittori per effetto dell'assunzione del rischio d'impresa e la non possibilità di detrarre fiscalmente i dividendi erogati ai soci.

Per quanto concerne il capitale di debito, è necessario fare una distinzione utile alla trattazione tra le sue due componenti: i debiti di regolamento e quelli di finanziamento. Tra i primi vi rientrano quelli riferiti ai rapporti con i fornitori e quindi afferiscono alla gestione prettamente operativa.

I secondi, i debiti di finanziamento, sono quelli scaturenti da una contrattazione tra l'impresa e un intermediario finanziario finalizzata all'ottenimento di risorse. Possono essere classificati in base alla loro durata e, tra i più richiesti dalle PMI, si annoverano i mutui e le aperture di credito in c/c.

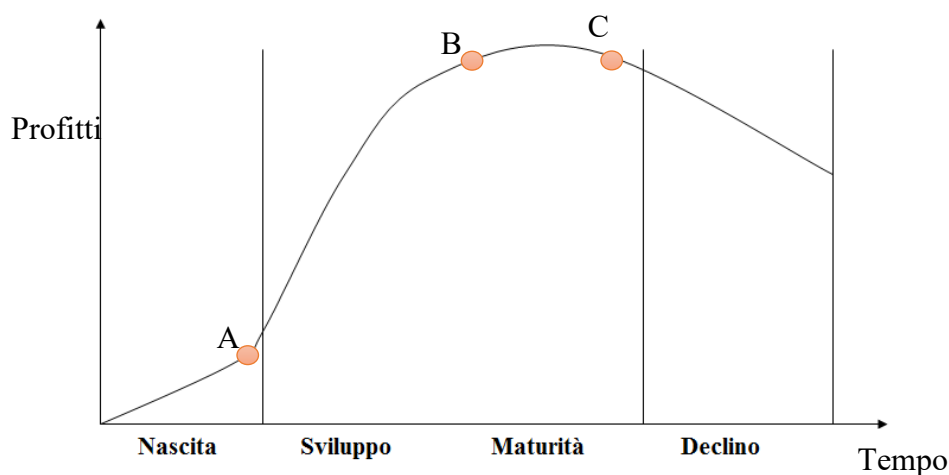
Questi debiti hanno la natura di obbligazioni assunte dalla società nei confronti dell'intermediario, e perciò a prescindere, quindi indipendentemente dal risultato della gestione aziendale, devono essere rimborsati interamente in linea capitale, a cui si aggiunge la corresponsione degli interessi passivi fiscalmente deducibili.

¹ <https://it.investor-partner.com>

Ciò che spinge un'impresa a scegliere questo tipo di finanziamento è il basso livello di rischio che viene preventivamente verificato dall'intermediario mediante l'analisi di dati oggettivi (es. bilancio d'esercizio) forniti dall'imprenditore; tuttavia, un eccessivo ricorso al capitale di debito appesantisce la struttura finanziaria dell'impresa in quanto il rimborso periodico di tali risorse deve essere sempre e comunque corrisposto.

1.2 IL CICLO DI VITA DELL'IMPRESA

L'impresa, durante la sua vita, attraversa diverse fasi, ognuna caratterizzata da particolari eventi. Le principali fasi sono quattro: la nascita, lo sviluppo, la maturità e il declino² (eventuale).



²Tratto da CARUSO E., *L'impresa in un mercato che cambia*, Tecniche nuove, 2003
www.impresaoggi.com

Prima dell'avvio dell'attività però vi è la pre istituzionalizzazione³, una fase di studio e ricerca, che contribuisce a formulare l'idea dell'attività economica che si intende porre in essere analizzando il mercato su cui si vuole accedere, le risorse, intese sia in senso tecnico che umano, che saranno necessarie per l'avvio, e tutto ciò che concerne il processo produttivo. È in questa fase che si valuta concretamente la fattibilità del progetto e si delinea lo scheletro della struttura finanziaria.

La nascita è un momento contraddistinto da un sentimento bivalente: da un lato vi è un clima di entusiasmo, caratterizzato da un forte spirito di collaborazione; tuttavia questa fase, coincidente con una continua fuoriuscita di risorse strettamente necessaria per il collocamento del prodotto sul mercato, crea dubbi nei vertici circa la buona riuscita del progetto.

Un momento delicato di questa fase è rappresentato nel punto A del grafico che contrassegna un punto di flesso. Da qui si passa da una fase di crescita caratterizzata da un forte impulso di collaborazione, a una modalità di crescita più controllata da parte dei vertici, che vedrà l'affermarsi una gerarchia dei ruoli. Se questo cambiamento non viene gradualmente accettato dai collaboratori, può verificarsi un declino precoce dell'impresa.

³ www.economiaziendale.net

Alla seconda fase, quella dello sviluppo, si accede mediante un'espansione delle vendite che porta ad una maggiore redditività aziendale e durante la quale si può anche avere la necessità di dover ampliare il personale.

Una volta che l'impresa si è consolidata, arriva alla maturità dove si raggiungono i massimi risultati economico- finanziari grazie alla sua affermazione sul mercato dovuto ad una consolidata domanda del prodotto. I fattori critici di questa fase, normalmente caratterizzata da una durata maggiore rispetto alle altre, riguardano la necessità di un rinnovamento che molto spesso viene preso in considerazione solo quando l'impresa si trova nel punto C della curva, momento in cui risulta essere troppo tardi adottare strategie volte al cambiamento. Infatti, l'istante giusto per pensare ad un mutamento aziendale è rappresentato dal punto B, ovvero poco dopo aver massimizzato il valore dell'impresa. Questo perché per poter adottare nuove strategie che portino ad una rivoluzione tesa ad un nuovo sviluppo è necessario affrontare nuovi investimenti di medio/lungo periodo e una volta giunti al punto C, qualsiasi azione intrapresa per un rinnovamento risulterebbe inidonea. Questa refrattarietà al cambiamento risiede in primo luogo nel clima di tranquillità diffusosi, dovuto al consolidamento della presenza dell'impresa nel mercato; poi, in particolare per le PMI, tale momento molto spesso coincide con il passaggio generazionale dell'impresa. I genitori che intendono lasciare il vertice ai propri figli, non tenendo aprioristicamente in considerazione la possibilità di poter momentaneamente lasciare il comando a delle figure specializzate esterne alla

famiglia, tendono ad infondere nei figli insegnamenti caratteristici della “vecchia scuola” e quindi non al passo con i tempi. Inoltre, conseguenza forse ben peggiore, è quella derivante dalla situazione in cui i padri non prendono in considerazione la possibile mancanza di reale interesse dei figli nel prendere in mano le redini dell’impresa. Questa situazione potrebbe determinare il declino dell’impresa anche in breve tempo.

1.3 LA DEFINIZIONE DEL FABBISOGNO FINANZIARIO NELL’IMPRESA

L’attività imprenditoriale per poter prendere vita necessita di investimenti utili all’avvio, e successivamente alla gestione, del suo ciclo produttivo che permetterà di generare dei flussi in entrata che, si auspica, siano superiori ai costi fronteggiati per ottenere il prodotto finale. Nella fase della nascita il fabbisogno finanziario iniziale verrà coperto mediante l’uso del capitale di credito formato dagli apporti dell’imprenditore o, in caso di società, dai soci.

La necessità di risorse permane per tutta la durata dell’impresa, ma è soggetta a continui cambiamenti dovuti ad eventi, sia esterni (es. innovazioni tecnologiche che richiedono nuovi investimenti) sia interni (es. politiche di bilancio), che la influenzano.

Il fabbisogno finanziario è individuabile in quel lasso temporale intercorrente tra il momento in cui si verificano i flussi in uscita, necessari a coprire i costi degli

investimenti posti in essere, e il momento successivo del loro realizzo: è quindi definibile come ciò di cui l'impresa necessita, in termini di risorse, per poter essere operativa e andare a realizzare i flussi in entrata una volta che la stessa si è insediata sul mercato. È, inoltre, chiaro che esso si manifesta per finanziare l'intero ciclo produttivo, costituito a sua volta dalla continua interazione tra loro dei cicli aziendali che avendo manifestazione asincrona determinano tale necessità, quali:

- ciclo economico. Va dal momento dell'acquisto dei fattori produttivi fino alla loro fuoriuscita per mano della cessione;
- ciclo finanziario. Va dalla raccolta delle risorse necessarie a coprire il fabbisogno finanziario fino al loro impiego negli investimenti necessari;
- ciclo monetario. Va dal momento in cui si verifica l'uscita per sostenere il costo di acquisto di beni utili alla produzione fino a quando si realizza l'entrata derivante dalla vendita del prodotto finale. Questo è una diretta conseguenza del ciclo precedente in quanto senza porre in essere l'investimento non sarebbe possibile produrre e quindi realizzare flussi in entrata⁴.

Il fabbisogno finanziario può essere classificato in modi diversi: lordo, che racchiude l'insieme di impieghi patrimoniali scaturenti dalla gestione; netto derivante dalla differenza tra gli impieghi patrimoniali e l'autofinanziamento,

⁴ www.consizos.it

individuabile quindi come il totale delle risorse di cui necessita che l'impresa non riesce a coprire mediante i mezzi autogenerati e che quindi ottiene tramite fonti esterne. In funzione della prima tipologia e in correlazione al ciclo finanziario è possibile individuare una diversa composizione del fabbisogno finanziario:

- durevole o consolidato. Legato agli impieghi di medio/lungo periodo necessari per coprire i costi delle immobilizzazioni materiali e immateriali che formano poi l'attività caratteristica dell'impresa;
- corrente. Legato ad investimenti con un breve periodo di realizzo come i crediti verso i clienti.

Una puntuale definizione del fabbisogno finanziario, può essere fatta osservando, oltre alle risorse di cui si necessita "al momento", anche facendo una previsione di quanto si potrebbe aver bisogno in futuro, così da gestire in maniera migliore la scelta delle fonti di finanziamento.

Infatti un ruolo molto importante è ricoperto dalla relazione che il fabbisogno finanziario ha con la struttura finanziaria dell'impresa: tutte le scelte che verranno prese per coprire il fabbisogno finanziario andranno a formare la struttura finanziaria e una caratteristica fondamentale, affinché quest'ultima sia in equilibrio, è la corrispondenza tra le fonti e gli impieghi traducibile, come coincidenza temporale tra la durata dell'investimento e la risorsa destinata a coprirlo. È da questa relazione che si costituisce la giusta struttura finanziaria, direttamente disegnata e basata sulle particolari esigenze dell'impresa.

1.4 IL PANORAMA IMPRENDITORIALE ITALIANO

Il sistema imprenditoriale italiano è caratterizzato perlopiù da PMI. Da uno studio condotto dalla Prometeia S.p.A., è risultato che le PMI italiane ricoprono il 92% del nostro panorama imprenditoriale, con una percentuale di impiego di lavoratori dell'82%. Tali imprese sono inoltre caratterizzate da un giro medio di affari inferiore ai € 50 mln che ha comunque permesso loro di espandersi in termini dimensionali e di fatturato⁵.

Il sistema imprenditoriale italiano è però caratterizzato da alcuni importanti fattori di debolezza, quali:

- basso livello di capitalizzazione delle imprese. Sta a significare il preponderante ricorso a finanziamenti ottenuti tramite capitale di debito. Tale scelta comporta un aumento degli oneri finanziari che vanno a scaricare il loro crescente peso sul costo del prodotto venduto e quindi sulla competitività del prezzo dello stesso e sul margine operativo lordo (MOL) e di conseguenza risulta appesantita anche la capacità dell'impresa di sostenere il debito;
- crescente peso dei debiti bancari sul totale dei debiti, rispetto agli altri Paesi europei. Ciò denota la mancanza di alternative ai canali di finanziamento;

⁵ www.mondopmi.com

- peggioramento della sostenibilità del debito. Aumentando il debito, aumenterà il suo rapporto con il valore aggiunto, e di contro diminuirà il rapporto tra il MOL e il valore aggiunto (fonte Banca d'Italia);
- aumento del numero di imprese caratterizzate da uno squilibrio finanziario e indicatori di copertura finanziaria insostenibili (fonte FMI)⁶.

Essendo quindi le PMI il motore portante dell'economia domestica si è chiaramente palesata l'esigenza di poter intervenire nel mercato per poter loro garantire una più vasta scelta di canali di finanziamento alternativi.

1.4.1 La struttura finanziaria delle PMI

La maggior parte delle PMI risulta eccessivamente legata al sistema bancario rispetto agli altri paesi caratterizzati dalla stessa presenza di PMI quali Francia, Germania e Spagna. La struttura finanziaria delle nostre PMI vede uno spasmodico ricorso al rinnovamento dei debiti a breve termine contratti con intermediari finanziari, contribuendo in tal modo alla mancanza di equilibrio della struttura finanziaria legata alla non corrispondenza tra fonti e impieghi, rappresentando un forte pericolo, inteso in termini di rischiosità aziendale, soprattutto per quelle imprese caratterizzate da un attivo perlopiù immobilizzato. Questo fenomeno, noto come bancocentrismo, si traduce come dipendenza delle

⁶ A. ACQUAROLI, *Gli strumenti finanziari per la crescita dell'impresa*

PMI dal circuito del credito di derivazione prettamente bancaria che, di fatto, si trasforma in un elevato livello di *leverage* delle stesse.

Il forte ancoramento al circuito bancario delle imprese italiane deriva da una diversa serie di fattori che accompagnano lo scarso sviluppo del contesto e della cultura finanziaria in Italia, che, a suo tempo, fu al centro della nascita del mondo bancario occidentale. Nonostante l'inevitabile influsso da parte dei Paesi di stampo anglosassone in merito allo sviluppo di canali di finanziamento alternativi, il contesto italiano si è sempre maggiormente concentrato nel rendere più vantaggioso possibile, sia dal punto di vista fiscale che tributario, il ricorso al capitale di debito, consentendone la deducibilità degli interessi passivi ad esso legati. Questa tendenza ha portato a rendere i canali alternativi, come il *private equity*, il mercato obbligazionario e quello azionario, eccessivamente vincolati sotto il profilo normativo e poco sviluppati per mancanza di "cultura finanziaria".

Un altro attributo che è importante analizzare e che risulta determinante per la scelta della struttura finanziaria, riguarda il modello proprietario tipico delle PMI italiane, caratterizzate da un controllo prettamente familiare, che impedisce l'accesso alla proprietà a finanziatori esterni.

È possibile rintracciare il modello di tale struttura finanziaria facendo riferimento alla teoria del *pecking order*, coniata nel 1984 da Myers con il successivo contributo di Myers- Majluf. Secondo questa teoria le imprese, nella ricerca di una struttura finanziaria ottimale utile al finanziamento della loro attività,

seguirebbero un «ordine di scelta» e quindi utilizzerebbero una specifica gerarchia delle fonti.

Secondo la teoria dell'ordine di scelta i mercati finanziari sono imperfetti a causa della presenza di asimmetrie informative che causano selezione avversa e *moral hazard*⁷. Nel caso poi delle PMI, considerando i bassi costi di agenzia, dovuti alla quasi totale coincidenza tra proprietà e management, viene prediletta, tra tutte le fonti, quella interna, l'autofinanziamento.

Laddove l'autofinanziamento non dovesse essere sufficiente a coprire i costi degli investimenti necessari alla realizzazione dei progetti aziendali, si attinge al capitale di debito erogato sotto forma di prestiti bancari. Per poterli ottenere sono necessarie informazioni che vengono fornite direttamente dal debitore ma che risultano essere di natura oggettiva: tuttavia, chi eroga il prestito non conosce il grado di solvibilità dell'impresa e/o l'affidabilità del debitore nel restituire quanto erogato, perché le informazioni soggettive, benché importanti, vengono omesse.

Il ricorso all'*equity* e quindi al capitale di credito, viene preso in considerazione solo dopo aver principalmente e abbondantemente attinto alle altre fonti.

Questo atteggiamento di chiusura permette alla proprietà di mantenere più possibile il controllo sul patrimonio dell'impresa.

⁷ La selezione avversa è il fenomeno secondo cui si tende a selezionare in maniera errata, in questo caso, i potenziali investitori a causa della presenza di informazioni nascoste generando così delle inefficienze.

Il *moral hazard* è la situazione in cui i potenziali investitori, in questo caso, non possono osservare l'operato degli attuali azionisti e manager a causa di azioni nascoste, andandosi a generare i cosiddetti costi di agenzia.

Le PMI che si trovano nella fase di maturità e che, invece, si finanziano con l'*equity* hanno un indice di redditività (ROI) più alto e un rapporto di indebitamento più basso delle altre che non vi ricorrono. Queste imprese sono soggette ad un minor rischio imprenditoriale, dovuto al fatto che il capitale proprio permette di coprire le eventuali perdite aziendali e l'assenza di eccessivi oneri finanziari legati al capitale di debito che andrebbero ad appesantire il conto economico.

CAPITOLO 2

AIM ITALIA- MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE

AIM Italia è un mercato di capitali regolamentato, creato da Borsa Italiana S.p.A. e appositamente dedicato alle PMI dotate di un alto potenziale di crescita; le società ivi quotate appartengono all'indice FTSE AIM Italia.

L'accesso al listino permette alle imprese di aumentare la loro competitività in quanto, proprio perché non è una tipologia di finanziamento ordinaria, risulta essere fondamentale per lo sviluppo di queste piccole realtà imprenditoriali e necessaria per realizzare un salto dimensionale.

Per incentivare gli imprenditori delle PMI ad intraprendere il cammino della quotazione sono stati introdotti i piani individuali di risparmio (in acronimo PIR) con la legge di stabilità del 2017¹.

I PIR² sono strumenti acquistabili solo da persone fisiche residenti in Italia. La loro caratteristica più accattivante risulta essere la possibilità di poter usufruire di agevolazioni fiscali che permettono di non pagare le imposte che, di norma, sarebbero dovute su redditi derivati. Questo tipo di agevolazione sottende però ad una condizione ben specifica, ovvero che tale piano di investimento venga mantenuto per cinque anni. Qualora questa condizione non si dovesse verificare si

¹ Con tale espressione, in Italia, si intende una legge finanziaria ordinaria proposta dal governo utile a regolare la politica economica del paese per il successivo triennio tramite l'adozione di misure di finanza pubblica e di politica di bilancio.

² Le somme delle persone fisiche destinate ai PIR, ogni anno, non deve essere superiore ai 30.000€ al netto dei costi, a fronte di un investimento massimo di 150.000€. www.investbanca.it

perderebbe ogni tipo di agevolazione fiscale e di conseguenza i redditi derivanti da tali investimenti sarebbero soggetti a tassazione secondo la normativa vigente³; altro motivo per cui questo beneficio può decadere è il mancato rispetto del tetto massimo di ricchezza destinato al piano.

L'obiettivo di questa manovra è far aumentare la quantità di risorse finanziarie a disposizione delle imprese italiane tramite l'incentivazione al risparmio di medio/ lungo periodo delle persone fisiche permettendo a queste ultime di ottenere un rendimento e avendo così la possibilità di poter investire nelle PMI italiane che necessitano di nuovo capitale da poter ugualmente investire nel medio/ lungo termine. Si determina in questo modo un'espansione della quantità di risorse a disposizione delle imprese italiane, così da permettere loro un adeguato sviluppo che comporterebbe la valorizzazione della produzione domestica che conseguentemente (nel lungo periodo) porterebbe ad una crescita economica del Paese.

2.1 CENNI STORICI

Il listino AIM, Alternative Investment Market, nasce nel Regno Unito nel 1995. In Italia possiamo però rintracciare un primo antecedente nel mercato Expandi.

Istituito nel 2004, il mercato Expandi era nato dalla necessità di regolamentare un mercato ristretto dedicato alle PMI. Con l'avvento della fusione tra Borsa Italiana

³www.risparmiogestito.money.it

e London Stock Exchange, che ha portato alla formazione del London Stock Exchange Group plc nel 2007, il segmento Expandi, che non era mai “decollato” a causa degli stringenti requisiti di accesso e di permanenza richiesti che spesso le imprese faticavano nell’ottenere, nel 2009 è stato assorbito dal Mercato Azionario Telematico (MTA).

A fronte dell’abolizione del segmento Expandi nasce AIM Italia, che, nel marzo del 2012 viene accorpato con MAC, a sua volta istituito nel 2006, che era un sistema multilaterale di negoziazione (MTF⁴) a cui potevano accedere le PMI e nel quale le negoziazioni erano riservate ad investitori istituzionali come le imprese di investimento, le banche e i gestori di mercati regolamentati. I requisiti per poter accedere al MAC erano semplificati e un ruolo di cruciale importanza era ricoperto dalle banche del territorio in cui era localizzata l’impresa che accedeva al listino. Questo mercato fu innovativo perché permetteva alle PMI di avere un primo approccio al mercato dei capitali tramite l’apertura del capitale sociale ad un ristretto numero di soci istituzionali così da poter finanziare progetti di medio/ lungo periodo che permettessero loro di crescere e avviare un processo di internazionalizzazione. Di fatto, è la banca su cui l’impresa si appoggiava che accompagnava l’impresa all’ingresso nel listino del MAC che, a sua volta, era

⁴ Gli MTF sono dei sistemi di negoziazioni appartenenti al ramo dei *multilateral trading*, dei *venue* introdotti dalla MIFID I, in cui gli strumenti di scambio sono del tipo *one to many*, quindi le negoziazioni vengono gestite da una molteplicità di soggetti privati che rendono possibile gli acquisti e le vendite grazie all’incontro di interessi di negoziazione, in definitiva organizzano gli scambi ma non possono decretare l’ammissione alle negoziazione dei titoli oggetto di scambio.

deputato alla realizzazione dell'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio; gli scambi avvenivano grazie alla concentrazione di informazioni e alla possibilità di determinare un valore oggettivo dell'impresa che le permettesse di accedere al listino in modo facilitato⁵.

2.2 PERCHÉ QUOTARSI?

Intraprendere il processo di quotazione per una PMI è una scelta che deve essere presa avendo coscienza del cambiamento che interesserà l'impresa. La principale conseguenza che ne deriva riguarda il radicale cambiamento inerente la *corporate governance*, che passerà da un modello strettamente autoreferenziale e spesso legato ad un controllo prettamente familiare, ad uno che la sottoporrà ad una continua esposizione al giudizio del mercato, in virtù degli obblighi informativi che la quotazione comporta.

La decisione di quotarsi dipende in primis dagli obiettivi che la società ha, se riguardano il medio/ lungo periodo e l'ammontare del fabbisogno finanziario che questi progetti andrebbero a generare. Alla base dell'idea di attingere al capitale di rischio per la realizzazione di tali progetti vi è l'analisi dei costi e benefici derivanti dalla procedura di quotazione. Occorre individuare una strategia di crescita mediante la realizzazione di un Piano industriale che permetta di rendere chiara e comprensibile l'idea imprenditoriale.

⁵ www.analisiaziendale.it

Per meglio capire la riuscita del Piano industriale, si rivela determinante conoscere il settore di appartenenza, se esso è in via di sviluppo o è maturo e la capacità dello stesso di attrarre investitori.

Nei settori maturi i prodotti che vengono commercializzati hanno un mercato consolidato, i produttori possono affidarsi all'esperienza che li ha condotti fino a quel punto, ma il loro più grande rischio è legato alla eventuale concorrente commercializzazione di prodotti innovativi, primi candidati a sostituirli, facendoli diventare perciò obsoleti.

Per quanto riguarda, invece, i settori in via di sviluppo che, al contrario, mancano di un *know how* assodato ed efficiente, producendo beni o servizi innovativi, il rischio risiede, oltre che nella mancanza di esperienza, nel fatto che il prodotto non venga compreso dai consumatori a cui è destinato.

La quotazione è la chiave di volta per quelle imprese che intendono sviluppare il proprio business a livello internazionale, sfruttando il grande potenziale di crescita intrinseco, derivante dall'avvio di progetti ambiziosi.

2.1 I vantaggi

La quotazione per le PMI ricopre il ruolo di scelta strategica, perché permette loro di ampliare oltre che la loro dimensione, anche i profitti partendo da un fatturato limitato, oltre che da una piccola realtà. Allo stesso tempo la quotazione comporta dei cambiamenti importanti che si riverberano tanto sull'imprenditore, come il

cambiamento culturale che subisce e il cambiamento del sistema proprietario e manageriale, quanto sull'azienda che affronterà un'evoluzione in senso operativo concretabile nel mutamento della sua *corporate governance*. Molto spesso il cambiamento radicale che quest'ultima subisce viene interpretato, in modo sbagliato, come un costo piuttosto che come un investimento propedeutico alla crescita e del quale poi si recupereranno i costi sostenuti per realizzarlo, tramite i risultati derivanti dalla nuova efficiente gestione.

Affinché la scelta di quotarsi possa risultare idonea alla crescita e allo sviluppo e quindi possa portare vantaggio all'impresa, è necessario eseguire una valutazione accurata dell'impatto che questa scelta comporta, misurabile con l'analisi dei costi- benefici.

Di fatto è tenuta a verificare se i costi che dovrà sostenere per intraprendere questo cammino, oltre che a ritornare in forma indiretta ed interessare principalmente la *corporate governance*, sono inferiori rispetto ai benefici di cui l'azienda potrà poi godere con l'accesso al listino.

I vantaggi riscontrabili dalla quotazione sono suddivisibili in due grandi categorie: qualitativi e quantitativi.

Tra i primi vi rientrano i benefici indiretti osservabili, nei cambiamenti affrontati dalla struttura economica, finanziaria e patrimoniale, e che non sono riscontrabili nell'immediato in quanto comportano il sostenimento di oneri di breve periodo che verranno realizzati a partire dal medio/ lungo periodo. Ciò fondamentale

consiste nella riorganizzazione delle strutture già presenti e, in alcuni casi, come accade per il management, anche un ampliamento degli stessi e nell'implementazione di altri organi. La quotazione ha come diretta conseguenza la pubblicità dell'impresa, che porta ad un ritorno di immagine: una volta superate le barriere poste all'entrata del listino, all'esterno l'impresa apparirà solida, con un elevato potenziale e in grado di creare valore, traducibile come un rafforzamento del brand. Una diretta conseguenza di tale vantaggio, non di poca importanza, riguarda l'aumento del potere contrattuale dell'impresa nei confronti sia dei clienti, quindi rendendo giustificabile un eventuale aumento del prezzo del prodotto, sia dei fornitori. La solidità raggiunta tramite la pubblicità permette inoltre di rafforzare anche il proprio *standing* aziendale risultando affidabile e rispettabile, aumentando così il grado di influenza nel mercato in cui si opera. Si iniziano a gettare le basi per un ampliamento del business in nuovi mercati.

Il terzo vantaggio riguarda la trasparenza, derivante dagli obblighi a cui l'impresa è soggetta, che permette agli *stakeholder* di conoscere ogni risvolto della vita societaria, annullando il *gap* esistente tra informazioni interne ed esterne, debellando così le asimmetrie informative: ciò avviene principalmente tramite le informative che l'impresa è tenuta dare in merito alla vita societaria e con la certificazione dei bilanci da parte di società di revisione esterna, garantendo così l'assoluta terzietà. Con la trasparenza acquisita, soggetti terzi saranno disposti ad entrare a far parte della compagine societaria, permettendo l'ampliamento della

struttura proprietaria tanto da consentire alle PMI di avvicinarsi ai mercati internazionali. Un'altra diretta conseguenza riguarda la minore difficoltà riscontrabile nel processo del passaggio generazionale e nell'eventuale uscita dell'investitore finanziario (*private equity* e *venture capital*). Con l'internazionalizzazione l'impresa si interfaccia con più realtà economiche, diventando matura ed autonoma rispetto alla componente, fino a quel momento centrale, dell'imprenditore.

Si tenderà a ricercare personale del management sempre più qualificato e professionale che può tradursi in un elevato costo, ma permette all'impresa di accedere e quindi operare in mercati prima sconosciuti, dando anche rilevanza al settore di appartenenza, che in alcuni casi può anche tradursi come un'anticipazione delle innovazioni nel settore in cui si opera. Si verifica uno svincolo dalla congiuntura economica che vede, come unica fonte prediletta, l'autofinanziamento a favore del capitale di rischio. L'autofinanziamento è pur sempre una fonte su cui fare affidamento sfruttando risorse derivanti dalla gestione ordinaria ma, il continuo ricorso ad esso, potrebbe portare a problemi di crescita perché quanto più o meno vi si attinge, tanto più c'è il rischio di forzare o frenare la crescita dell'impresa. Nel caso del capitale di rischio invece la quantità di risorse necessarie è apportata dagli azionisti che, tenendo conto del ciclo economico che l'impresa sta attraversando, decidono se quando e quanto

apportare, le loro scelte comportano degli effetti che prontamente si riverbereranno sul prezzo dei titoli, rendendolo più o meno stabile.

Ancora, sotto l'aspetto qualitativo giova ricordare il migliore controllo di gestione che permette di adempiere correttamente agli obblighi informativi, che rende possibile verificare se gli obiettivi inizialmente preposti siano stati effettivamente conseguiti. L'informazione che deve essere resa dall'impresa è di doppia natura:

- periodica. Riguarda le operazioni di ordinaria amministrazione e che deve essere resa a scadenze prestabilite. Trattasi della relazione finanziaria semestrale e annuale⁶ e il resoconto intermedio di gestione;
- continua. Riguarda le informazioni che devono essere rese quando si ritiene che siano idonee ad influenzare il prezzo degli strumenti finanziari emessi (*informativa price sensitive*);
- straordinaria. Riguarda operazioni di carattere, per l'appunto, straordinario (fusioni, scissioni ecc...)

Per quanto concerne i vantaggi quantitativi riscontrabili, l'accesso al mercato di capitali permette, dal punto di vista finanziario ed economico, un aumento dei tassi di sviluppo dell'impresa che, ha come diretta conseguenza, l'aumento delle risorse a disposizione. La maggiore raccolta di risorse finanziarie permette all'impresa di diversificare le fonti di finanziamento e gestirle in maniera più

⁶ La relazione finanziaria annuale a sua volta comprende: il progetto del bilancio di esercizio, il bilancio consolidato (se presente), la relazione sulla gestione e l'attestazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari. www.diritto bancario.it

flessibile, con la possibilità di usufruirne senza la corresponsione di garanzie reali, dato che l'unica garanzia, per eccellenza, è l'impresa creatrice di valore. La sua diffusione avviene mediante le informazioni che l'impresa fornisce, funzionali alla creazione del prezzo.

Il prezzo di un'azione si determina mediante due tipi di analisi: fondamentale e tecnica.

L'analisi fondamentale stima il valore delle azioni mediante il confronto di quanto emerge dallo studio del valore intrinseco, o *fair value*, delle azioni con il valore di mercato delle stesse. Il valore intrinseco delle azioni emerge dall'esame del valore reale dei titoli rappresentativi in funzione dell'andamento economico-finanziario dell'azienda e dalla capacità dell'impresa di generare dei flussi di reddito e di cassa futuri. A sua volta tale confronto può portare ad una:

- sottovalutazione del titolo quando il valore intrinseco risulta essere superiore al prezzo di mercato;
- sopravvalutazione del titolo quando il valore intrinseco del titolo, invece, risulta essere inferiore al prezzo di mercato.

L'analisi fondamentale si sostanzia di più livelli di analisi: a livello macroeconomico, riguarda lo studio del sistema economico complessivo e dei diversi fenomeni che lo interessano (tasso di inflazione ad esempio) e influenzano in maniera diretta i valori mobiliari, a livello settoriale, passaggio necessario per connettere l'analisi economica intesa in senso generale all'analisi riferita ad una

singola impresa per poi, in ultimo, realizzare l'analisi finanziaria della singola impresa quindi a livello microeconomico inerente alle sole informazioni sulla solidità patrimoniale e sulle sue prospettive di reddito.

L'analisi tecnica studia il comportamento del titolo azionario, basandosi sul suo andamento storico in termini di prezzi e di volumi scambiati per poter poi realizzare una previsione sui futuri livello di prezzo.

Il fatto che l'impresa riesca a creare e diffondere valore, scaricandolo sul prezzo delle azioni emesse va a vantaggio degli investimenti pluriennali e degli *intangible asset*, tipici delle PMI, che, per la loro natura, richiedono risorse a medio/ lungo periodo. In particolare ricoprono un ruolo importante gli *intangible asset* risultanti dalla somma del capitale umano, inteso come l'insieme delle conoscenze e delle competenze possedute da coloro che lavorano per l'impresa, e delle proprietà industriali, come il brand registrato o un brevetto, la qualità delle relazioni che coltiva con l'esterno, fornitori o clienti che siano; l'approccio dell'impresa a queste relazioni è molto importante perché le permette di farsi conoscere dando la possibilità agli *stakeholder* di studiare in modo migliore le modalità con cui interagisce con l'esterno e i suoi valori intrinseci, processo utile alla creazione di un solido rapporto basato sulla fiducia reciproca.

Un altro aspetto che merita di essere preso in considerazione riguarda il fatto che il capitale di rischio ottimizza il livello di *leverage* o livello di indebitamento o

leva finanziaria. Questo indicatore misura la convenienza, intesa in senso di redditività, del ricorrere al capitale di debito per finanziare degli investimenti.

Un elevato sfruttamento della leva finanziaria comporta un aumento del grado di indebitamento che si traduce in un maggior rischio sopportato sia dagli azionisti che dai creditori.

Per capire il livello ottimale di *leverage* è necessario analizzare la relazione che emerge tra il ROE (*return on equity*, indica la redditività del capitale proprio) e il rapporto di indebitamento e con la differenza tra il ROI (*return on investment*, indica la redditività del capitale investito nell'impresa) e il ROD (*return on debt*, indica il livello di onerosità del capitale di debito), che costituisce l'effetto semplice della manovra di leva finanziaria indicando la convenienza o meno del ricorrere al capitale di debito. Per conoscere l'effetto della manovra della leva finanziaria è necessario ponderare il risultato, positivo o meno, della differenza tra ROI e ROD per il livello di indebitamento, dato da $\frac{D}{PN}$ che può assumere solo valori positivi.

Il livello di *leverage* è ottimale quando dalla differenza tra ROI e ROD si ha un valore positivo che, ponderato per il rapporto di indebitamento, impatta positivamente sulla redditività del capitale proprio. Una prima conclusione che si potrebbe trarre è che l'aumento dell'indebitamento incrementa positivamente il ROE. La conseguenza derivante però da un continuo aumento del livello di debito riguarda anche l'aumento del grado di rischio sopportato dagli azionisti che, di

conseguenza, chiederanno un maggiore rendimento. Inoltre si verificherà un aumento dei costi del dissesto che si trasferiscono sul ROD, aumentandolo.

Il maggior valore del ROD determina a sua volta una diminuzione del risultato dato dalla differenza con il ROI, che porterà alla perdita dei vantaggi derivanti dall'indebitarsi, prima annullando e successivamente rendendo negativi i benefici derivanti dallo sfruttamento della leva finanziaria.

Elevate e crescenti emissioni sortiscono effetti positivi per l'immagine aziendale, ottimizzando i costi di raccolta delle risorse e permettendo un bilanciamento tra il *pay out ratio*, il rapporto tra i dividendi distribuiti ai soci e gli utili realizzati dalla società, e il *capital gain*, la differenza positiva tra il prezzo di vendita e quello di acquisto di un'azione: quindi per gli investitori un'eventuale minore ricezione di quote di utili da parte dell'impresa viene bilanciata dalla realizzazione di un maggiore prezzo di vendita dell'azione dell'impresa.

Ultimo, ma non meno importante vantaggio, risulta essere la maggiore redditività che le imprese ottengono: quest'ultima si trasferisce positivamente sugli utili in quanto risentiranno meno degli interessi passivi, aumentando il *cash flow* a scapito di minori oneri finanziari legati al capitale di debito⁷.

Di contro però un valore di borsa alto definisce anche un elevato grado di rischio a cui corrisponde un maggior rendimento richiesto dagli azionisti.

⁷ BISCARO Q., *La quotazione di una PMI costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell'azienda*, L'INDUSTRIA- n.3- 1999 www.academia.edu

L'accesso al mercato dei capitali come per le grandi imprese anche per le PMI permetterà loro di beneficiare della diminuzione dei tassi di interesse legati alla remunerazione del capitale di debito e incontreranno minore difficoltà nella raccolta di capitali grazie alla diversificazione delle fonti di finanziamento.

2.2.2 I vincoli

Nel momento in cui si intraprende la scelta della quotazione è necessario capire anche i vincoli e non solo i vantaggi che comporta: questi hanno duplice natura, potendo essere diretti ed indiretti.

Tra i vincoli diretti è bene operare una distinzione tra quelli iniziali e quelli ricorrenti. I primi sono legati al periodo iniziale, all'accesso al listino e, a loro volta, sono suddivisibili in due categorie a seconda del momento del processo in cui si incontrano e riguardano la riorganizzazione delle funzioni aziendali o l'ammissione a quotazione.

Per quanto concerne l'organizzazione delle funzioni, queste riguardano:

- la ristrutturazione dell'organizzazione aziendale che cambia a seconda di come l'impresa era precedentemente strutturata, cioè alla struttura aziendale pre- quotazione;
- i costi di consulenza ed assistenza che variano a seconda della complessità dell'impresa interessata. Saranno di entità maggiore quanto più la dimensione dell'impresa è ridotta, ciò è riconducibile alla caratteristica per

eccellenza delle PMI ovvero il controllo prettamente familiare, ostacolo all'apertura della proprietà e al reclutamento di nuove figure qualificate;

- il collocamento dei valori mobiliari sul mercato, direttamente proporzionale al valore complessivo di titoli che vengono emessi in fase di IPO.

Gli altri vincoli di natura diretta, quelli ricorrenti, riguardano i costi che, oltre a quelli da sostenere per essere un'impresa, devono necessariamente essere affrontati per la permanenza nel mercato dei capitali e tra i quali si annoverano:

- revisione e certificazione del bilancio, pur sempre di un costo inferiore rispetto alla prima certificazione necessaria per accedere al listino, azione necessaria per ogni bilancio redatto dall'impresa quotata;
- segreteria societaria, organo da istituire all'interno dell'impresa e deputato a funzioni mirate, quali la convocazione dei CdA, le pubblicazioni di natura legale, predisposizione degli ordini del giorno e dei verbali di assemblea e non da ultimo il compito più importante quello riguardante la gestione dei rapporti con gli azionisti;
- oneri dovuti al Monte Titoli riguardanti il pagamento di servizi di custodia e amministrazione, di cui l'impresa si serve presso lo stesso.

Oltre a questi costi ordinari c'è la possibilità di dover sostenere dei costi straordinari che si possono identificare come quelli legati agli obblighi informativi

scaturenti in sede di modificazione dell'assetto societario, nel caso si verifichino operazioni straordinarie come una fusione.

Appare chiaro quindi che la quotazione comporta dei cambiamenti vincolanti e di notevole importanza che rivoluzionano l'intero sistema impresa: si passa dapprima ad un cambiamento inteso in senso organizzativo, operativo e manageriale che a sua volta porterà l'impresa a non essere più solamente governata dalla famiglia, ma si passerà ad una *corporate governance* decisamente più complessa.

Il risultato della buona riuscita della quotazione, infine, si basa anche sull'accuratezza delle previsioni che vengono fatte da chi è deputato a tale compito.

2.3 I REQUISITI RICHIESTI PER L'AMMISSIONE AL LISTINO

La possibilità di accedere al listino è strettamente riservata a quelle imprese che rispondono a determinati requisiti che riguardano particolari aspetti strettamente legati al sistema impresa. Nel caso di AIM Italia questi requisiti hanno natura decisamente semplificata, questa flessibilità è resa possibile dal fatto che questo mercato è direttamente disciplinato da Borsa Italiana, quindi direttamente gestito dalla società di mercato facendo così capo ad essa e non ad un sistema decisamente più grande.

La quotazione di un'impresa avviene tramite l'IPO, *Initial Public Offering*, che consiste nella vendita al pubblico di titoli di prima emissione della società appena quotata. Tecnicamente una IPO può assumere tre configurazioni, quali:

- OPS (offerta pubblica di sottoscrizione) che consiste nella possibilità data a nuovi investitori di acquistare degli strumenti finanziari di nuova emissione;
- OPV (offerta pubblica di vendita) che consiste, in determinate condizioni, nella vendita di parte della proprietà con il collocamento delle relative quote nel mercato regolamentato;
- OPVS (offerta pubblica di vendita e sottoscrizione): che usa entrambe le tipologie di vendita sopra elencate in maniera congiunta.

I requisiti che un'impresa deve necessariamente avere si differenziano in due tipologie: formali e sostanziali.

2.3.1 Requisiti formali

Il processo di quotazione sotto l'aspetto formale è semplificato rispetto a quello previsto per il mercato azionario ordinario, in quanto non sono richiesti requisiti minimi di capitalizzazione, di fatturato e/o di *governance*.

Grazie alla snellezza dei requisiti necessari, AIM Italia può essere visto come un trampolino di lancio per poter poi, post quotazione AIM, pensare di accedere al mercato azionario ordinario tramite un passaggio più snello rispetto a quello che

deve affrontarsi per quotarsi direttamente su MTA. Ciò avviene sia sfruttando la pubblicità che deriva da una quotazione sia il fatto che l'impresa inizia ad abituarsi allo status di quotata e agli obblighi che da esso derivano.

I requisiti formali sono contenuti nel Regolamento Emittenti AIM Italia e la decretazione dell'accesso al listino avviene solo previa verifica da parte di Borsa Italiana di tali requisiti, quali:

- flottante che deve avere una soglia minima del 10% e si considera soddisfatto quando questa percentuale viene coperta da un minimo di 5 investitori istituzionali;
- un solo bilancio certificato, sempre se esistente, da una società di revisione esterna e che sia redatto secondo i principi contabili nazionali, internazionali o americani. Laddove si opti per i principi IFRS, la scelta viene interpretata come strategica e utile alla creazione di valore per una PMI;
- NomAd o *Nominated Advisor* che sarebbe il *Principale Advisor*, figura strategica che seguirà l'impresa per l'intero processo e per la sua permanenza nel listino, si occupa di garantire che l'impresa rispetti gli adempimenti ad essa richiesti;
- documento di ammissione semplificato, redatto con la supervisione del NomAd da parte dell'impresa, nel quale vengono riportate tutte le informazioni relative alla stessa;

- sito internet, che rappresenta l'unico requisito obbligatorio che permetta a chiunque di poter accedere ad ogni tipo di informazione riguardante l'impresa.

La snellezza è rappresentata dal fatto che manca la fase dell'istruttoria successiva alla presentazione della domanda di ammissione e la non necessità di presentare il Prospetto informativo, eccezion fatta nel caso in cui ci l'emissione riguarda un'offerta titoli mista, rivolta quindi in parte a investitori istituzionali in parte al pubblico.

2.3.2 Requisiti sostanziali

Le imprese hanno la necessità di sviluppare nuovi progetti innovativi rivolti alla crescita. Affinché l'IPO vada a buon fine è necessario che l'impresa riesca a “far uscire”, a far comprendere la portata delle proprie prospettive e a far conoscere il valore che con essi intende realizzare; questo passaggio è fondamentale in quanto è tramite esso che si attraggono gli investitori istituzionali che per primi parteciperanno all'acquisto delle nuove azioni. Il progetto industriale o *Equity story* su cui si baseranno gli investitori, è il risultato di un'attenta auto analisi che va ad eviscerare la totalità della stessa analizzando, tra l'altro, anche il settore in cui opera e, non da ultimo, prendendo così in analisi anche i propri punti di debolezza: tutto ciò è finalizzato alla creazione di un piano industriale sul quale verrà fatto leva per la buona riuscita dell'operazione.

Affinché il suddetto piano industriale passi il vaglio di Borsa Italiana è necessario che lo stesso rispetti dei requisiti, quali:

- orientamento alla creazione di valore;
- strategia chiara e sostenibile;
- trasparenza contabile;
- buon posizionamento competitivo;
- autonomia gestionale;
- ricavi e marginalità in crescita;
- valida struttura manageriale;
- struttura finanziaria solida⁸.

È inoltre importante l'appartenenza dell'impresa ad un settore che offre buone prospettive di crescita ed essere capaci di innovarsi continuamente, aspetto necessario per mantenere la competitività.

Affinché l'impresa abbia queste capacità è fondamentale che il management rispecchi e allo stesso tempo faccia conoscere alla proprietà le capacità della stessa.

La scelta di intraprendere questo cammino, riguarda PMI che si contraddistinguono per i loro prodotti, per le innovazioni che hanno introdotto e incorporato nel loro sistema produttivo, da PMI che si trovano in fase di sviluppo e che quindi necessitano di una notevole quantità di risorse, da PMI portatrici di

⁸ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/requisitiaimitalia/requisitiaimitalia.htm>

valori come ad esempio l'esaltazione del Made in Italy, da PMI caratterizzate da un vantaggio competitivo che le contraddistinguono nel settore in cui operano e da PMI con un rapporto PFN/EBITDA superiore ai 4 punti percentuali, rapporto che permette di conoscere la capacità dell'impresa di coprire il debito mediante i flussi finanziari che derivano dalla gestione caratteristica.

2.3.3 Requisiti formali necessari per la permanenza nel listino

La permanenza dell'impresa nel listino è subordinata all'adempimento di determinati obblighi che sorgono dal momento dell'ammissione, quali:⁹

NomAd	Obbligatorio
Specialist	Obbligatorio (<i>Liquidity Provider</i>)
Informativa al mercato	Obblighi su informazioni <i>price sensitive</i> , operazioni straordinarie
Dati trimestrali	Non obbligatori
Dati semestrali	Sì, entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Sì, entro 6 mesi da chiusura esercizio
Informativa <i>price sensitive</i>	Comunicazione prima possibile di informazioni privilegiate. Se si tratta di operazioni con impatto molto rilevante,

⁹ www.borsaitaliana.it

	è necessario un documento informativo
Informativa tecnica	Per una corretta e ordinata gestione del mercato, l'emittente comunica ulteriori informazioni.

La presenza del *Liquidity Provider* è necessaria per permettere al titolo di essere scambiato, e rimanere quindi liquido, rispettando quanto previsto dal Regolamento degli operatori e delle negoziazioni. Il *Liquidity Provider* funge da intermediario e svolge la funzione di *market maker*, affinché lo *spread* tra i prezzi di vendita e acquisto non sia superiore ai canoni dettati da Borsa Italiana.

Per quanto riguarda l'aspetto delle informative e dei dati che è necessario pubblicare, entrambi fanno parte del filone della trasparenza che lo status di quotata prevede come requisito fondamentale.

L'informativa riguardante comunicazioni *price sensitive* viene fornita con l'ausilio dell'Advisor finanziario e dell'Investor Relations. Essa è di vitale importanza per trasmettere trasparenza in quanto riguarda ogni tipo di informazione che possa incidere positivamente o meno sul prezzo del titolo. Tale obbligo è regolato dal principio che prevede la tutela dell'investitore così da poter garantire la simmetria informativa tra l'impresa e il beneficiario della stessa, in modo che quest'ultimo sia in grado di farsi una personale previsione sugli accadimenti futuri, utile per eventuali future sue decisioni.

Il mezzo di comunicazione che viene utilizzato per rendere fruibili tali informazioni è il sito web, a cui chiunque può accedere.

A tal proposito nel luglio del 2016 è entrato in vigore il Regolamento UE n. 596/2014, conosciuto come *Market Abuse Regulation* o MAR, in materia di abusi di mercato, che va a regolare l'abuso di informazioni privilegiate, comunicazioni illecite di informazioni privilegiate e manipolazioni di mercato.¹⁰ Con questa normativa sono state introdotte delle misure utili, oltre che alla prevenzione di tali abusi, anche l'estensione della tipologia di pratiche scorrette così da rendere il mercato delle informazioni ancora più regolato e controllato al fine di prevenire, appunto, abusi e asimmetrie informative rafforzando la tutela dell'investitore e rendendo più integro e maggiormente fruibile il mercato finanziario.

2.4 I SOGGETTI CHE INTERVENGONO NEL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Durante questo processo le imprese sono accompagnate da una serie di soggetti specializzati, primo fra tutti per importanza il NomAd.

Il NoamAd, che sta per *Nominated Advisor*, è il principale soggetto di cui un'impresa deve dotarsi dal momento in cui decide di intraprendere il percorso della quotazione ed è il responsabile del processo sin dall'inizio coincidente con

¹⁰ IEMMA P., CUPPINI N., ORIGONI G., *Market Abuse Regulation: le norme tecniche di attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014*, 17 maggio 2016 www.dirittobancario.it

la valutazione dell'appropriatezza dell'impresa all'accesso al mercato di capitali. Assiste l'impresa prima, durante e dopo che questa è quotata, fungendo da supporto all'adempimento dei compiti che l'impresa è tenuta ad assolvere per mantenere il proprio status di quotata. Questo ruolo può essere svolto da banche d'affari o da intermediari o da società che si occupano prevalentemente di *Corporate finance*.

Le sue funzioni sono:

- valutare l'idoneità e l'adeguatezza della società per l'ammissione;
- garantire il rispetto dei requisiti formali pre- quotazione e l'esecuzione degli adempimenti e procedure su AIM Italia;
- effettuare la valutazione della società ed effettuare la *Due Diligence*;
- verifica il Piano Industriale;
- elabora l'*Information Memorandum* e il documento di ammissione;
- gestisce il processo di quotazione, definendone la tempistica¹¹.

A sua volta il NomAd può anche svolgere il ruolo di *Global Coordinator* e/o dello *Specialist*, figura obbligatoria una volta che la società è quotata nel listino.

L'impresa è tenuta a nominare, primo fra tutti, l'Advisor finanziario, ruolo ricoperto da un intermediario finanziario: è un consulente altamente specializzato, con ampie conoscenze dei mercati di capitali, chiamato a valutare la società nel suo complesso e studiare la fattibilità di una IPO per quella società, occupandosi

¹¹ www.aimitalia.news/p/aim-italia.html

quindi di capire la tipologia di offerta iniziale più conveniente per ogni impresa, considerando il suo fabbisogno finanziario. Coordina gli altri soggetti nel processo di quotazione e assiste l'impresa nella stesura del *business plan* e, su richiesta del NomAd, si occupa di svolgere delle analisi sugli indici economico-finanziari e sulla solidità patrimoniale, sia storica che prospettica.

Vengono poi nominati uno o più consulenti che si occupano degli aspetti legali della quotazione; è necessario che abbiano una buona conoscenza del mercato mobiliare, delle competenze legali strettamente riferite alla quotazione e conoscano le eventuali problematiche aziendali che possono scaturire da una quotazione. È necessario individuarli e quindi nominarli non appena l'idea della quotazione viene presa in considerazione, questo perché possono fornire sin da subito informazioni legali a riguardo inoltre, possono essere utili alla riorganizzazione aziendale richiesta dalla quotazione. Successivamente faranno da mediatori tra l'impresa e Borsa Italiana e Consob e, non da ultimo, con i soggetti interessati alla quotazione. Inoltre, laddove sia necessario, predispongono una *Comfort letter* in merito ad aspetti legali di natura specifica.

Nella fase della *due diligence* legale i consulenti nominati passano in rassegna tutta la documentazione fornita dall'impresa e controllano se questa coincide con quanto richiesto nei requisiti di ammissione, questa fase gli permette inoltre di conoscere più da vicino l'impresa capendone i punti di forza e di debolezza così da poterla poi meglio presentare al mercato tramite la redazione della domanda di

ammissione, che verrà prima discussa con l'impresa, per poi essere presentata a Borsa Italiana.

Viene nominata una società di revisione appositamente scelta tra quelle presenti nel registro gestito dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, che si occupa di certificare, previa analisi, i bilanci dell'impresa, fattore propedeutico all'ammissione. La società di revisione può essere chiamata anche a compiere attività accessorie non obbligatorie eseguite solo su espressa richiesta del NomAd come la stesura della *Comfort letter* con la quale la società di revisione garantisce:

- assistenza alla redazione dei capitoli finanziari del documento di ammissione;
- esame dei dati relativi al Capitale Circolante Netto in relazione al *business plan* e *due diligence* Finanziaria su dati ante quotazione;
- analisi sull'efficacia del Sistema di Controllo di Gestione;
- verifica dei dati previsionali¹².

La società che si occupa di gestire la fase comunicativa decisiva nella fase iniziale del processo, è impegnata nell'attrarre gli investitori giusti. Si occupa di redigere l'*Equity story*, consistente nella delineazione del profilo aziendale considerando il valore dell'impresa, le sue prospettive e le sue caratteristiche strategiche e organizzative. Si occupa delle relazioni intessute con i media, che a loro volta si occuperanno di far fuori uscire ogni tipo di informazione raccolta e trasformarla

¹² www.bdo.it/it-it/servizi-it/audit-assurance/supporto-alla-quotazione

quindi in pubblicità per l'impresa. Organizza e gestisce il *road show*, momento in cui, individuato il *target* di investitori, avviene l'incontro in importanti centri finanziari; è qui che l'impresa racconta personalmente il proprio business e si interfaccia *one to one* con gli investitori istituzionali; impegnandosi a mantenere un regolare contatto con essi, influenzando così in maniera positiva il prezzo di offerta¹³.

L'Investor Relations si occupa di tutta quella serie di attività strettamente legate alla comunicazione per gli investitori, sia legata alla pubblicità dell'operazione, sia poi quelle legate all'informativa dettata dal principio della trasparenza.

Il *global coordinator* che si occupa, insieme all'Advisor finanziario, di individuare il *target* di investitori a cui rivolgere l'offerta, collabora alla realizzazione dei *road show*: in conseguenza a tali eventi svolge l'attività di *bookbuilding* consistente nella raccolta degli ordini che vengono fatti dagli investitori istituzionali, che sottoscrivono i titoli della quotanda, e infine si occupa dell'attività di *pricing*, definendo quindi il prezzo dei titoli offerti.

¹³ LUCARELLI C. , *Il processo di listing: le condizioni economiche, finanziarie e di mercato*

CAPITOLO 3

CONSIDERAZIONI UTILI AL «SALTO DIMENSIONALE» DELLE PMI

Ogni impresa per poter sostenere il proprio sviluppo e quindi la sua crescita deve poter attuare un cambiamento inteso anche in senso dimensionale. Per far sì che l'impresa possa evolversi e quindi che sia in grado di realizzare il «salto dimensionale», necessita di risorse.

La tipologia di fonti più adeguata da cui attingere per finanziare tali operazioni è di natura «non ordinaria» e quindi non tradizionale, come lo sono il finanziamento bancario e l'autofinanziamento che, nel loro ammontare, devono essere circoscritti al solo finanziamento di operazioni ordinarie, questo perché, nell'esercizio dell'impresa, volto alla creazione di valore, e quindi al suo continuo sviluppo, è necessario avere una struttura finanziaria in equilibrio che si realizza tramite:

- corretta corrispondenza temporale tra fonti e impieghi;
- adeguata liquidità, che permetta all'impresa di fronteggiare in maniera tempestiva i pagamenti;
- massimo livello di redditività.

Utile al salto dimensionale delle PMI risulta essere la loro internazionalizzazione, che non va identificata come semplice alternativa al mercato domestico, ma come fenomeno funzionale alla crescita delle imprese. Questo processo è strettamente legato al concetto di capitale di credito in quanto risulta essere la modalità di

finanziamento ideale per la copertura del fabbisogno finanziario scaturente da tale scelta strategica.

L'internazionalizzazione è definibile come quel processo durante il quale un'impresa instaura dei rapporti con imprese, consumatori e istituzioni che operano in mercati esteri.

L'obiettivo ultimo di questo processo si configura come l'entrata nei mercati individuati ma non diventando solo esportatori, carattere utile inizialmente per lo studio del mercato, le abitudini dei consumatori e così via, ma piuttosto di puntare a creare un sistema produttivo in loco che darà la possibilità poi di diversificare e, magari, ampliare l'offerta di prodotti. La scelta di insediarsi in mercati esteri è un investimento di medio/ lungo periodo e per tale motivo il fabbisogno scaturente da tale processo va coperto con adeguate fonti e può essere affrontato solo da quelle imprese che hanno una struttura finanziaria in equilibrio e, che si contraddistinguono per la loro dinamicità, condizioni necessarie per affrontare il complesso cambiamento richiesto.

Affinché il processo intrapreso porti a risultati, è necessario sin dall'inizio individuare le potenzialità del mercato in cui si intende penetrare, quindi studiarne la legislazione, ma anche le abitudini dei futuri consumatori.

Una volta raccolti e comprese tali informazioni è opportuno adattare la struttura aziendale al paese in cui ci si intende piazzare. Questo lavoro di adattamento però

deve essere continuo affinché la scelta di internazionalizzarsi non diventi un costo.

Questa opportunità per le PMI italiane è importante, perché permette di portare oltre confine la qualità produttiva che ha sempre contraddistinto l'Italia.

3.1 LO SVILUPPO DEI CANALI ALTERNATIVI

In Italia, sebbene la cultura finanziaria non sia ai livelli dei paesi anglo-americani, a seguito della crisi del 2008 si è iniziato ad adottare misure utili allo sviluppo delle imprese così da far crescere l'economia domestica e per impedire, laddove si dovesse verificare un eventuale futuro *credit crunch*, che le imprese subiscano ancora una volta gli effetti che ne derivano.

Con il Decreto Sviluppo, decreto legge del 22 giugno 2012, n. 83 convertito dalla legge del 17 dicembre 2012, n. 221, la normativa italiana ha previsto misure a sostegno delle imprese del territorio, disciplinando strumenti finanziari come i mini-bond e le obbligazioni, rendendo maggiormente appetibili le cambiali finanziarie e migliorando il trattamento fiscale riservato alle imprese emittenti.

A sostegno di tale misura normativa è stato successivamente emanato il decreto legge 23 dicembre 2012, n.145 modificato dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9 denominata anche "Decreto destinazione Italia" e il decreto legge 11 agosto 2014, n.116 conosciuto come "Decreto competitività", volti, inoltre, alla modificazione della legge 30 aprile 1999, n. 130 che regolava la cartolarizzazione, rendendo

quest'ultima e altri strumenti di finanziamento alternativi maggiormente accessibili alle PMI italiane.

Il sistema finanziario italiano è rimasto comunque arretrato e ciò permette agli istituti bancari di svolgere ancora un ruolo importante nel mercato dei finanziamenti.

Questa bancocentricità è principalmente dovuta a due fattori: ai soggetti finanziatori e alla peculiarità che contraddistinguono le imprese italiane cosiddette familiari, dove è la famiglia che, congiuntamente, detiene la proprietà e il controllo della gestione. Questo approccio non soddisfa gli investitori perché gli stessi, al momento di finanziare le imprese, valutano, oltre all'equilibrio economico-patrimoniale, anche la solidità, la reputazione e la trasparenza trasmessa all'esterno. Per rendere più appetibile l'impresa è necessario che l'imprenditore adotti un cambiamento della propria cultura finanziaria, distaccando l'impresa dall'accentramento al sistema famiglia, traducibile nell'acquisizione di competenze finanziarie, personali e anche con l'integrazione di professionisti terzi non appartenenti alla famiglia, migliorando l'informativa data all'esterno rendendola completa, aumentando quindi il grado di trasparenza trasmettendo in modo chiaro il valore creato dall'impresa. È necessario, poi, apportare un cambiamento dal lato dell'offerta dei capitali, sviluppando un *asset management* al passo con la cultura finanziaria degli altri paesi di stampo angloamericano.

L'inferiorità culturale finanziaria italiana è dovuta principalmente al fatto che l'offerta di capitali è riservata ad investitori istituzionali che, a loro volta, sono frenati all'acquisto di determinati strumenti finanziari a causa delle normative prudenziali post- crisi. Infatti gli investitori istituzionali, sottoposti ad una vigilanza prudenziale, sono tenuti a limitare gli acquisti di strumenti non quotati e privi di *rating*, come lo sono, perlopiù, i titoli delle PMI.

3.1.1 Le misure della Capital Market Union

Con il *credit crunch* bancario che ha interessato tutti i mercati a livello mondiale i paesi europei che ne hanno risentito maggiormente sono stati quelli caratterizzati da un'economia con prevalenza di PMI e, quindi, che lavorano in un mercato domestico poco articolato. In questi termini la Comunità Europea si è prefissata l'obiettivo di potenziare le diverse alternative di finanziamento al canale bancario a disposizione delle PMI, configurando come uno degli obiettivi del progetto "Strategia Europa 2020" la possibilità di accesso al mercato del credito e dei capitali anche alle PMI europee. La situazione di partenza è caratterizzata da una eccessiva frammentarietà riscontrabile quasi in ogni singolo paese. Per poter affrontare questa problematica e quindi puntare ad una totale integrazione a livello comunitario di ogni singolo mercato è stato avviato il progetto Capital Market Union, consistente nell'unione dei mercati dei capitali, con lo scopo di sviluppare l'industria finanziaria di stampo non bancario in tutta l'area UE.

Questi interventi riguardano ogni tipo di impresa, di qualunque dimensione, con la novità che vengono prese in considerazione e messe quasi sullo stesso piano anche le PMI; in particolare, per queste ultime sono necessari interventi strutturali, creando iniziative che le incoraggino all'uso di strumenti di finanziamento alternativo. Tutto ciò per attenuare la loro dipendenza dal sistema bancario, alleggerendo la struttura finanziaria, per poter, inoltre, usufruire di una tutela ulteriore in caso di fasi negative del ciclo economico, protezione non garantita dal circuito bancario, è il primo a risentire di tali eventi negativi, come è accaduto con la crisi del 2008.

In tal senso, un primo intervento a favore di questo obiettivo è stato garantire l'accesso alle PMI nel mercato dei capitali, come previsto nel Regolamento UE 2017/1129 che introduce l'«*EU Growth Prospectus*» grazie al quale è messa a disposizione delle PMI un crescente quantitativo di capitali ed una conseguente riduzione dei costi ad esso riferiti, oltre che la semplificazione dei requisiti informativi richiesti pur garantendo un'adeguata tutela agli investitori.

A sostegno di tale progetto sono state intraprese diverse iniziative, quali: i PIR, la piattaforma Elite, il Fondo Italiano d'Investimento (o FII) e il Fondo di Garanzia per le PMI.

I PIR, previsti dalla legge 11 dicembre 2016, n. 232, sono dei contenitori fiscali di diverse tipologie di strumenti finanziari sottoscritti da persone fisiche al di fuori dell'esercizio dell'attività d'impresa. Questi stimolano la crescita della domanda

di obbligazioni e titoli simili così da incoraggiare le PMI al finanziamento alternativo.

La piattaforma Elite permette di far instaurare alle imprese un primo contatto con i potenziali investitori. Lanciata nel 2012, permette l'accesso alle imprese nei mercati di capitali fornendo le competenze necessarie per realizzare progetti di crescita, intraprendendo un percorso di sviluppo organizzato e manageriale, avvicinando le PMI al network internazionale, migliorandone la competitività e la *governance*. I requisiti per poter accedere alla piattaforma sono:

- fatturato > € 10 mln o € 5 mln con una crescita dell'ultimo anno pari al 15%;
- risultato operativo > 5% del fatturato;
- utile netto > 0;
- società non quotata.

Il percorso si sostanzia poi di tre fasi:

- *training*. È la fase iniziale in cui l'impresa allinea la propria organizzazione agli obiettivi di sviluppo prefissati valutando le eventuali fonti di finanziamento;
- *mentoring*. È la fase di *coaching* durante la quale l'azienda è accompagnata nella messa in opera di tutti i cambiamenti di cui necessita per poter meglio sviluppare il proprio progetto di crescita;

- *network*. Accesso a tutta la serie di opportunità di finanziamento necessarie per la sua crescita futura¹.

Il Fondo Italiano di Investimento SGR S.p.A. nasce nel 2010 su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze. È una società di gestione del risparmio partecipata per il 68% dalla Cassa Depositi e Prestiti e per la restante parte da istituzioni e banche italiane. Gestisce sette fondi di investimento mobiliari chiusi e riservati a investitori qualificati, con l'obiettivo di sostenere i processi di crescita, innovazione e internazionalizzazione². Questi fondi, dedicati alle PMI, sfruttando diversi strumenti di mercato, perseguono obiettivi di ritorno economico e di sviluppo del sistema produttivo.

Il Fondo di Garanzia per le PMI, voluto dal Ministero dello Sviluppo Economico e istituito con la legge n. 662/1996, ha la finalità di favorire l'accesso alle PMI alle fonti di finanziamento tramite la concessione di garanzie pubbliche, sostituendo spesso le garanzie reali chieste alle imprese dalle banche.

3.2 I CANALI ALTERNATIVI

3.2.1 Il *Private equity*

Il *private equity* è un investimento istituzionale in capitale di rischio in imprese non quotate. L'operazione avviene tramite l'istituzione di un fondo in cui

¹ www.elite-network.com/it

² www.fondoitaliano.it/il-progetto

confluiscono investitori sia pubblici che privati ed è riservata alle società cosiddette *high growth companies*, che hanno cioè un elevato potenziale di crescita e sviluppo. L'entrata del soggetto finanziatore nella società avviene mediante l'acquisto di quote della stessa, come azioni già esistenti al momento dell'avvio dell'operazione, o da azioni di nuova emissione, o, ancora, tramite l'erogazione di prestiti alla società.

Le società che possono richiedere un fondo di *private equity* possono essere:

- società non quotate per la mancanza di requisiti, ma che tramite l'operazione acquisiranno tale *status*;
- società di imprenditori non interessati alla quotazione;
- società che necessitano di capitali o per realizzare la propria crescita oppure per uscire da un momento di crisi.

Il sostegno da parte del soggetto finanziatore avviene tramite il trasferimento di risorse, utili a porre in essere investimenti direttamente connessi all'attività d'impresa. L'impresa dal canto suo, oltre che dover possedere determinati obiettivi di crescita, dovrà rispettare determinati obblighi concernenti la trasparenza e il rafforzamento dell'organizzazione societaria tramite il controllo di gestione.

Vi sono differenti tipologie di *private equity*, quali:

- *early stage financing*. Consiste nell'accesso ai fondi di *venture capital* e riservata alle società in fase di avvio;

- *development capital*. Per le società avviate che conseguono flussi positivi e che hanno un fabbisogno di cassa crescente. Questo tipo di imprese non vogliono/ possono quotarsi e non ricorrono al capitale di debito per evitare di appesantire la struttura finanziaria con un aumento degli oneri finanziari;
- *management buy out- management buy in- buy in management buy out*. Per quelle società di grandi dimensioni in cui il management assume il ruolo di imprenditore rilevando la società in collaborazione con un fondo di *private equity*;
- *special situation* o fondi *turnaround*. Per le imprese in crisi che, per poter superare il momento di difficoltà, necessitano di interventi che modifichino in modo importante le strategie e la loro struttura. L'accesso al fondo permette loro di prolungare i tempi di rimborso del capitale di debito.

L'operazione, che ha una durata che in media va dai 10 ai 12 anni, prevede per le società beneficiarie delle risorse, costi legati al rischio sopportato dagli investitori.

Il processo di finanziamento avviene con l'individuazione dell'impresa a cui destinare i fondi e di conseguenza andrà a configurare una tipologia piuttosto che un'altra. Questa scelta viene fatta in base:

- prospettive di crescita della società *target*;
- prodotti/ servizi offerti;

- l'imprenditore;
- management;
- buone prospettive di *capital gain* a seguito del disinvestimento.

Si valuta lo scostamento dell'andamento dell'impresa *target* rispetto al prototipo d'impresa pensato dall'investitore; successivamente l'investitore procede ad analizzare il mercato di riferimento, il management dell'impresa e il *business plan*. Concluse le valutazioni, si procede alla definizione del prezzo che sarà oggetto di trattative con l'impresa e, una volta conclusa, l'investitore si occuperà di valutare e gestire l'operazione.

I rischi a cui l'investitore è esposto riguardano: la perdita dei capitali investiti nella società laddove si dovesse decretare l'insuccesso dell'operazione, il rendimento derivante dalla quota di partecipazione posseduta e rischi connessi all'attività d'impresa.

Raggiunti gli obiettivi prefissati, l'investitore procederà al disinvestimento che, nel caso in cui l'operazione fosse stata finalizzata alla quotazione della società *target*, la fuoriuscita dell'investitore si realizza con la vendita sul mercato del pacchetto di partecipazione detenuto. Se l'operazione era finalizzata ad altro scopo, la fuoriuscita è regolata da una trattativa di natura privata tra le parti che si accordano sul prezzo di cessione del pacchetto di quote detenuto dalla società di *private equity*, che potrebbe anche concludersi con il riacquisto o *buy back* di azioni proprie da parte dell'impresa.

3.2.2 Il *Venture capital*

L'operazione di *venture capital* è una specificazione del *private equity* con la particolarità di essere riservata ad imprese innovative in fase di avvio, operazione caratterizzata da un alto grado di incertezza dovuta alla fase in cui l'impresa si trova.

Le società in questione, trovandosi in un momento cruciale del loro ciclo di vita, necessitano di sostegno dal punto di vista sia finanziario che gestionale: il *venture capitalist* apporta, oltre che risorse finanziarie, anche le sue competenze professionali e conoscenze riguardo il settore, dal cui apporto deriva il suo diritto di partecipazione alle decisioni strategiche ed operative, lasciando la parte gestionale all'impresa.

L'operazione di *venture capital*, a seconda della fase che l'impresa attraversa, può essere definito:

- *start-up financing*. L'apporto avviene in fase di sperimentazione del prodotto o al momento della nascita dell'impresa e quindi nella fase di avvio;
- *seed-financing*. L'apporto avviene in fase di sviluppo del processo produttivo.

La conclusione dell'operazione avviene con il disinvestimento da parte del finanziatore e questo accade nel momento in cui gli obiettivi prefissati risultano essere raggiunti. Ciò determina il successo dell'operazione che generalmente

porta alla quotazione dell'impresa tramite la vendita del pacchetto detenuto dal finanziatore sul mercato dei capitali.

Laddove, però, l'impresa non sia interessata a quotarsi, la fuoriuscita del *venture capitalist* può essere regolata tramite una trattativa privata che può portare ad una delle seguenti alternative:

- vendita dei titoli ad altri investitori istituzionali o ad altre società;
- riacquisto della partecipazione da parte del gruppo originario;
- vendita a nuovi o vecchi soci.

Le risorse che vengono predisposte per il *venture capital* vengono destinate ad un fondo appositamente istituito, per mano del *general partner* che, in genere, è un investor istituzionale, o dalla società di *venture capital* partecipante. In questo modo man mano che si necessita di risorse, queste confluiscono nel fondo, non venendo versate in un'unica soluzione. Per provare la necessità di risorse nel corso dell'operazione, l'impresa è tenuta a predisporre sistemi di rendicontazione e di controllo di gestione, affinché i finanziatori riescano a tenere sotto controllo l'attività svolta e a verificare se gli obiettivi prefissati vengono effettivamente raggiunti.

3.2.3 Le cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie possono essere equiparate alle cambiali ordinarie per quanto riguarda il loro uso. Sono state introdotte con la legge 13 gennaio 1994, n.

43 modificata dal d. lgs. 83/2012 convertito in legge 7 agosto 2012, n. 134 e la loro funzione è permettere la raccolta di capitali. Sono titoli di credito con scadenza che può andare da uno fino a trentasei mesi dalla data di emissione e rientrano quindi nelle tipologie di investimento a breve termine, destinate perciò a soddisfare bisogni di natura corrente. Per la loro natura sono classificabili come valori mobiliari, negoziabili nei mercati finanziari, sollecitando il pubblico risparmio, da cui discende l'obbligo di trasparenza da parte dell'emittente.

Le società che possono emettere le cambiali finanziarie devono possedere un elevato *standing* creditizio ed essere diverse da banche e micro imprese, e sono:

- società quotate in mercati regolamentati a norma del Regolamento comunitario 2003/361/ CE;
- società non quotate ma che abbiano i requisiti previsti *ad hoc* dalla legge che le disciplina (novità prevista dal “decreto sviluppo”);
- società finanziarie *ex art. 107 TUF*.

Le imprese per poterle emettere devono possedere di adeguate garanzie di solvibilità , alle quali il girante può affidarsi in caso di inadempimento alla scadenza dell'emittente.

Questi strumenti finanziari sono scambiati nel mercato non regolamentato ExtraMOT- Segmento Professionale di Borsa Italiana S.p.A., destinate dunque, mediante il meccanismo della girate, solo ad investitori istituzionali.

Un ruolo importante nell'emissione delle cambiali finanziarie è svolto dallo *Sponsor*, che assiste la società nell'emissione e la supporta nella fase di collocamento dei titoli, accertandosi che l'importo dei titoli emessi non superi il totale dell'attivo corrente, rilevabile dall'ultimo bilancio approvato. Il ruolo dello *Sponsor* può essere ricoperto da una banca o da un'impresa di investimento, che sia una società di gestione del risparmio (SGR), una società di gestione armonizzata, una società di investimento a capitale variabile (SICAV).

In fase di ammissione, lo *Sponsor* ha l'obbligo di detenere in portafoglio una quota minima, prevista dalla legge, di titoli emessi fino alla loro scadenza.

La presenza di tale figura è evitabile in alcuni casi, in particolare per le società non quotate qualora queste ultime siano assistite per il 25% del valore di emissione, da una banca o da un'impresa di investimento. Circostanza non altrettanto attuabile per le società quotate.

Per quanto riguarda l'importo dell'emissione totale sono presi a riferimento i limiti *ex art. 2412 c.c.* secondo cui la somma non deve eccedere «*[...] il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato [...]*».

3.2.4 I mini-bond

I mini bond sono titoli di debito assimilabili alle obbligazioni, quindi con obbligo di restituzione, vengono sfruttati dalle PMI per finanziare i loro piani di sviluppo

tramite una diversificazione delle fonti di finanziamento di medio/ lungo termine, utili a rafforzare la propria struttura finanziaria e migliorare il loro *standing* creditizio.

La normativa che regola i mini- bond è la stessa delle cambiali finanziarie. Ma prima delle suddette novità normative, i mini- bond potevano essere emessi solo da società quotate, rimanendo dunque inaccessibile alla maggioranza delle PMI. Questo cambiamento ha permesso alle imprese, prima escluse, di limitare il ricorso al circuito bancario.

L'emissione riguarda, formalmente, società non quotate, non soggette a procedure concorsuali e quelle individuate dalla raccomandazione 2003/ 361/ CE, quindi che abbiano un numero di dipendenti inferiore a 250 persone e un fatturato minore di € 50 mln o che abbiano un totale di bilancio inferiore a € 43 mln: che siano, dunque, diverse da banche e micro imprese. Requisito fondamentale per l'emissione è la nomina dello *Sponsor* che assisterà l'impresa dal momento dell'emissione fino al collocamento dei titoli.

A seconda della forma della società gli investitori possono essere esclusivamente istituzionali, se si tratta di una società emittente organizzata sottoforma di S.r.l, se l'emittente è una S.p.A. allora i titoli possono essere acquistati da qualsiasi investitore.

Le condizioni che, in sede di emissione, le PMI devono rispettare sono:

- solidità finanziaria e patrimoniale provata da un *rating investment grade* o dalla disponibilità di garanzie collettive;
- emissione non inferiore a € 2 mln considerando il rapporto costi/ benefici dei mini bond;
- adeguate risorse finanziarie utili a supportare il loro progetto di crescita.

Inoltre l'emissione di mini bond comporta una serie di obblighi informativi come: la revisione dell'ultimo bilancio disponibile, la messa a disposizione di un *business plan*, di un piano industriale e informative periodiche giudicate «*price sensitive*».

La società durante l'emissione si interfaccia anche con altri soggetti, oltre che con lo *Sponsor*, quali: legali deputati alla redazione della documentazione necessaria; l'eventuale società di rating che attribuisce un *rating* all'emittente e la Banca agente che si occupa di gestire i rapporti con Borsa Italiana S.p.A. e il Monte Titoli.

3.2.5 Le SPAC

L'acronimo SPAC sta per *Special Purpose Acquisition Companies*. Sono veicoli societari basati sul modello delle *blank check companies* americane, nate negli anni '80, e come queste le SPAC raccolgono risorse finanziarie sul mercato dei capitali tramite IPO, dopo aver realizzato una *business combination* con una società *target* che abbia significative prospettive di crescita. Tale operazione, di

solito, è propedeutica alla quotazione della società *target* e ha una durata che va dai 18 a 24 mesi. La loro peculiarità riguarda l'assegnazione di *warrant* che, in fase di IPO, verranno offerti unitamente alle azioni e successivamente separati e venduti a prezzi diversi.

Le SPAC sono costituite da uno o più *Sponsor* che apportano i capitali iniziali utili alla gestione operativa e a coprire le spese correnti che sorgono fino alla conclusione del processo che coincide, generalmente, con la quotazione in borsa. Gli *Sponsor* vengono remunerati con i *warrant* creati al momento della *business combination* e successivamente sottoscrivono azioni ordinarie che garantiscono loro particolari vantaggi.

Una volta che la società *target* viene individuata, l'assemblea dei soci della SPAC approverà la sua ammissione alla procedura, basando il valore della società su informazioni attinenti il business e il settore in cui opera.

La conclusione della *business combination* può avvenire secondo tre diverse modalità:

- la società *target* viene incorporata nella SPAC e acquista lo *status* di società quotata;
- la SPAC viene incorporata nella società *target*. I soci della SPAC che hanno approvato la *business combination* riceveranno le azioni della società che diventerà quotata;

- la SPAC acquista una partecipazione sociale nella società *target*. In questo caso la SPAC viene definita una *holding* di partecipazioni.

Potrebbe anche accadere che la *business combination* non si perfezioni: in quel caso la SPAC verrà messa in liquidazione.

Le società *target* che possono partecipare a questo tipo di operazione vengono individuate dal Regolamento Mercati, quali le «*società costituite con lo scopo di acquisizione di un business il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in via prevalente in una società o attività nonché le relative attività strumentali*» o, ancora, società «*la cui strategia di investimento non è ancora stata avviata o completata e/o si caratterizza in termini di particolare complessità [...]*». Le azioni di queste società potranno essere negoziate sul MIV, il Mercato telematico degli *investment vehicles*, riservato ad investitori istituzionali, o in alternativa su AIM Italia.

Per l'accesso al MIV sono richiesti particolari requisiti riferiti allo *status* della società: oltre alla redazione del Prospetto Informativo che dovrà essere congiuntamente analizzato da Borsa Italiana S.p.A. e dalla Consob, le caratteristiche che deve avere la società sono previste dal Regolamento Mercati, come la presenza nello «*statuto [...] (di) una durata della società non superiore a 36 mesi per fare uno o più investimenti significativi, con possibilità di proroga solo ove sia dimostrata l'esistenza di concrete trattative in corso per raggiungere*

un livello significativo di investimento», e «gli investimenti si considerano significativi se rappresentano complessivamente più del 50% degli attivi della società.»³ Viene inoltre precisato il grado di capitalizzazione delle società, pari a € 40 mln, e se tale soglia non viene raggiunta, Borsa Italiana, in sede di approvazione, valuta se per tali azioni si formerà un mercato, cioè se verranno «ripartite tra investitori professionali almeno per il 35% del capitale della categoria di appartenenza⁴»

Se, invece, la scelta del mercato in cui quotarsi ricade su AIM- Italia, è necessaria la sola redazione della Domanda di ammissione: tendenzialmente questa alternativa è preferita per la semplicità di accesso al listino.

Questa operazione è apprezzata dagli investitori principalmente perché il rischio che corrono è contenuto dato che, in caso di insuccesso, verranno rimborsati dell'investimento iniziale, inoltre hanno il diritto di recesso *ex artt. 2437 e ss. c.c.* al momento dell'approvazione della *business combination* in quanto soci della SPAC.

L'imprenditore della società *target* predilige questa operazione per l'accelerazione che subisce il processo di quotazione e perché il valore della società viene

³ Cfr. l'art. 2.2.37 del Regolamento Mercati

⁴ Cfr. vedi sopra

stabilito tra le parti indipendentemente dalle condizioni di mercato, evitando il *bookbuilding*⁵.

⁵SACCO GINEVRI A. e PEZZULLO G. F., *Appunti sulle "Special Purpose Acquisition Companies" ("SPAC")*, 20 giugno 2018, www.dirittobancario.it

CAPITOLO 4

ECOSUNTEK S.P.A



4.1 CENNI STORICI DELLA SOCIETÀ

La società Ecocuntek S.p.A., operante nel settore delle energie rinnovabili, nasce nel 2008 sotto forma di società a responsabilità limitata. Costituita da tre soggetti: Vittorio Rondelli, Matteo Minelli e Matteo Passeri, con un capitale iniziale pari a € 21.000, equamente ripartito tra i soci con quote di € 7.000 ciascuna. La società è fondata da una consolidata esperienza familiare in imprese edili ed impiantistiche nel settore civile ed industriale.

L'idea di base era quella di applicare tale esperienza maturata dalla famiglia e applicarla al settore delle fonti rinnovabili caratterizzato, in quegli anni, da una crescita esponenziale.

La sua attività inizia con la realizzazione di impianti fotovoltaici conto terzi, quindi fornitore di servizi E.P.C. Contractor¹, che ha consentito all'impresa di espandersi e investire in altri settori delle energie rinnovabili.

Negli anni Ecosuntek, partendo dalla sua prima realizzazione, il parco da 1 MW a Casacastalda in Umbria, ha subito una crescita esponenziale, diventando uno dei maggiori produttori di energia elettrica da fonti rinnovabili tramite la realizzazione di impianti fotovoltaici, prevalentemente nell'Italia centrale.

Nel 2010 a fronte di un aumento di capitale sociale pari a € 2.000.000, si trasforma in società per azioni. Tale operazione consente alla società di diversificare la produzione potenziando ulteriormente l'attività di E.P.C. e quella di *power generation* realizzando e allacciando il primo impianto fotovoltaico di proprietà a cui ne seguiranno, negli anni, ulteriori 11. Tramite un *trend* di crescita esponenziale, acquisisce il 100% delle quote sociali di alcune società di progetto che andranno a costituire il Gruppo Ecosuntek.

Nel 2012 intraprende il processo di internazionalizzazione tramite la realizzazione di *partnership* internazionali volte all'espansione delle sue attività caratteristiche,

¹ L'EPC, che sta per *Energy Performance Contract*, è il contratto di rendimento energetico tramite il quale un soggetto "fornitore" si obbliga al compimento- con propri mezzi finanziari o con mezzi finanziari di terzi soggetti- di una serie di servizi e di interventi integrati volti alla riqualificazione e al miglioramento dell'efficienza di un sistema energetico (impianto o edificio) di proprietà di altro soggetto, il beneficiario, verso un corrispettivo correlato all'entità dei risparmi energetici (preventivamente individuati in fase di analisi di fattibilità) ottenuti in esito all'efficientamento del sistema. Tale definizione è riscontrabile nella Direttiva CE/ 32/2006 attuata in Italia con il D. lgs. 115/ 2008.

MAZZANTINI S., PISELLI P., STIRPE A., *Il contratto di rendimento energetico (Energy Performance Contract)* www.treccani.it

EPC e *power generation*. Ciò gli permetterà, nell'anno successivo, di realizzare e mettere in funzione un impianto della portata di 5 MW in Romania. Pone inoltre l'attenzione sul mercato asiatico, costituendo la società controllata Ecosuntek India Ltd e nel mercato Sud- Africano realizzerà un *joint venture* con la società Solar Capital Ltd, operatore locale.

Grazie all'espansione della rete di vendita, nel 2013 realizza investimenti in altri settori delle rinnovabili, quali biomasse, eolico e idroelettrico, così da avviare la produzione di impianti mini- idroelettrici e mini- eolici di proprietà. Questa diversificazione fu dovuta anche a causa dei diversi interventi normativi che portavano ad un aumento della competitività sul mercato fotovoltaico, comportando un progressivo abbattimento dei margini derivanti dall'E.P.C. *Contractor*.

Inoltre nell'ambito del fotovoltaico si stava contraendo a causa della diminuzione di incentivi fiscali statali a disposizione per realizzare investimento, nel caso specifico, nel settore fotovoltaico. Nonostante la contrazione della domanda, grazie ai 30 MW di impianti di proprietà e alla vendita di energia da essi prodotta, la società regge fino ad intraprendere il processo per la quotazione.

A seguito della quotazione, maggio 2014, la società ha costituito una *joint venture* nel settore delle energie rinnovabili con la Royal Diamond Plus Companies Representation, avente sede ad Abu Dhabi, operazione finalizzata alla costituzione e quindi all'acquisizione del 49% della partecipazione di una società,

l'Ecosuntek Gulf Alternative Energy Llc, operante nel settore delle energie rinnovabili negli Emirati Arabi.

Dal 2016 l'Ecosuntek è inoltre attiva anche nel mercato di vendita di energia elettrica e gas agli utenti finali, sia industriali che domestici.

Detenendo e gestendo impianti fotovoltaici con una capacità complessiva installata di 32 MW, la sua strategia di sviluppo è ad oggi incentrata sul consolidamento dell'attività di *power generation*, della crescita della filiera energetica – dalla produzione al dispacciamento nella rete nazionale, sino alla vendita al cliente finale- offrendo servizi a 360° al cliente, partendo dall'attività di consulenza e incentivazione, redigendo progetti preliminari in merito alla loro fattibilità, finanziamento, progettazione e installazione, realizzando per il cliente impianti “chiavi in mano” garantendo inoltre servizi di manutenzione sia di natura ordinaria che straordinaria².

4.2 IL CONTESTO MACROECONOMICO

La genesi di Ecosuntek si realizza, in un contesto politico ed economico, soprattutto su impulso comunitario, prevalentemente incentrato sulla concessione di incentivi pubblici atti a promuovere la realizzazione, l'uso e la produzione di energia da fonti rinnovabili.

² www.borsaitaliana.it

La Comunità Europea, infatti, in quegli anni aveva avviato una politica volta allo sviluppo di tale settore contribuendo così al raggiungimento degli obiettivi fissati dal Protocollo di Kyoto³. Tale strategia avrebbe inoltre permesso alla CE di alleggerire la propria dipendenza dalle importazioni di combustibili fossili.

Tali misure, contenute nella direttiva 2001/77/CE, furono dapprima recepite in Italia con il decreto legislativo 29 dicembre 2003, n°387, e successivamente con le leggi finanziarie del 2007 e del 2008, che prevedono entrambe incentivi statali in materia di energie rinnovabili.

In particolare la legge 27 dicembre 2006, n°296 (legge finanziaria per il 2007) ha previsto che gli incentivi pubblici a favore delle fonti rinnovabili fossero destinati esclusivamente alla produzione di energia elettrica prodotta da fonti di energia rinnovabile come definite dalla direttiva europea sopra citata, eccezion fatta per i *«finanziamenti e gli incentivi concessi ai soli impianti già autorizzati e di cui fosse stata avviata concretamente la realizzazione»*.

Con la legge 24 dicembre 2007, n°244 (legge finanziaria per il 2008) è stata ulteriormente rimarcata la promozione delle fonti energetiche rinnovabili, prevedendo incentivi riservati agli impianti entranti in funzione alla data del 1° gennaio 2008 (art. 2 commi 143 ss.). Prevedendo modifiche alla disciplina delle procedure autorizzative degli tali impianti per aumentarne la diffusione e, inoltre,

³ Trattato internazionale in materia ambientale riguardante il surriscaldamento globale, redatto nel 2005 e sottoscritto da più di 180 paesi.

l'istituzione di due meccanismi alternativi di incentivazione, entrambi con una durata pari a 15 anni, quali:

- i certificati verdi⁴ per gli impianti di potenza superiore a 1MW;
- la tariffa fissa onnicomprensiva⁵, per impianti di potenza non superiore a 1 MW⁶.

A fronte di tali misure si palesa però un fenomeno speculativo, legato al fatto che venivano richieste continue autorizzazioni per nuovi impianti per i quali i tempi di realizzazione risultavano continuamente dilatati permettendo così di attingere ad un maggior quantitativo di incentivi. Per arginare tale fenomeno vennero emanate delle norme che prevedevano incentivi a favore dell'integrazione di impianti fotovoltaici già esistenti piuttosto che per quelli di nuova installazione, prediligendo inoltre installazioni su edifici piuttosto che terreni.

Ulteriori misure utili alla regolazione della produzione di energia tramite fonti rinnovabili sono i "conti energia", consistenti in incentivi statali che consentono di ricevere una remunerazione in denaro derivante dall'energia elettrica prodotta dal proprio impianto fotovoltaico per un periodo di 20 anni. Furono introdotti, in

⁴ I certificati verdi costituiscono una forma di incentivazione alla produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili e si basa sull'obbligo, posto dalla normativa a carico dei produttori e degli importatori di energia elettrica prodotta da fonti non rinnovabili, di immettere annualmente nel sistema elettrico nazionale una quota di elettricità prodotta da impianti alimentati da fonti rinnovabili.- www.mercatoelettrico.org

⁵ La tariffa onnicomprensiva del fotovoltaico è la tariffa incentivante riconosciuta a tutti coloro che immettono energia in rete attraverso un impianto fotovoltaico.- www.fotovoltaiconorditalia.it

⁶ "Fonti energetiche rinnovabili"- www.camera.it

ambito europeo, con la direttiva 2001/77/CE e recepita nel nostro paese con l'approvazione del D. Lgs. n°387 del 2003:

- I° Conto Energia (D. M.li del 28/07/2005 e del 06/02/2006): ha introdotto il sistema di finanziamento in conto esercizio della produzione elettrica;
- II° Conto Energia (D.M. 19/02/2007): introdotte novità in merito alle tariffe da applicare sull'energia prodotta dall'impianto;
- III° Conto Energia (D.M. 06/08/2010): ha introdotto tariffe agevolative per impianti fotovoltaici integrati con caratteristiche innovative (es. impianti fotovoltaici a concentrazione). Inoltre con la legge salva Alcoa (n°129/2010) le agevolazioni previste dal II° Conto Energia sono state confermate per tutti quegli impianti in fase di costruzione e che per i quali si certificava la messa in opera entro il 30 giugno 2011;
- IV° Conto Energia (D.M. n°05/05/2011): a seguito dell'emanazione del D. Lgs. n°28/2011, è stato definito il meccanismo di incentivazione per gli impianti entrati in esercizio dopo il 31 maggio 2011, con lo scopo di allineare il livello delle tariffe all'evoluzione dei costi della tecnologia fotovoltaica e di introdurre un limite di costo cumulato annuo degli incentivi, fissato in 6 miliardi di euro.

- V° Conto Energia con (D.M. 05/07/2012): essendo il limite di incentivi raggiunto in breve tempo tale soglia è stata portata a 6,7 miliardi di euro⁷.
Ha inoltre previsto delle agevolazioni riservate alla realizzazione di impianti di minore taglia e su tetto, a scapito di quelli installati a terra.

4.3 LA CORPORATE GOVERNANCE

Dalla data di costituzione della società fino al 21 novembre 2013, che coincide con l'avvio del processo di quotazione all'AIM Italia- Mercato alternativo del capitale, l'Ecosuntek è stata amministrata da un Amministratore Unico riconducibile alla persona di Matteo Minelli.

Con l'avvio della procedura di quotazione si è palesata la necessità di riorganizzare la *corporate governance* e da tale operazione sono stati costituiti i due organi sociali principali. Nel marzo del 2014 si è provveduto a nominare un Consiglio di Amministrazione composto da 6 membri, in carica per i successivi tre anni e fino alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio dell'anno successivo. Il suddetto Consiglio di Amministrazione nell'anno 2014 risulta composto come segue:

- Vittorio Rondelli, presidente del Consiglio di Amministrazione, è uno dei tre soci fondatori con una consolidata esperienza nel settore dell'edilizia;

⁷ <https://www.gse.it/servizi-per-te/fotovoltaico/conto-energia>

- Matte Minelli, nipote di Vittorio Rondelli imprenditore e secondo socio fondatore, il quale è nominato amministratore delegato. Quest'ultimo ha poteri di ordinaria gestione della società in merito all'oggetto sociale. La sua carica comporta la direzione, il controllo e la coordinazione di tutte le aree direzionali e/o le funzioni in cui è suddivisa la società, assicurando il coordinamento tra i diversi amministratori. Rilascia o convalida dichiarazioni o attestazioni che riguardano la contabilità sociale ed i diversi rapporti in essere con Aziende ed Istituti Pubblici o Privati, e dinanzi ad essi rappresenta la società con il potere, inoltre, di sottoscrizione di istanze, memorie e ricorsi di qualunque genere, come le dichiarazioni fiscali e previdenziali;
- Matteo Passeri, ingegnere elettronico e terzo socio fondatore, è il consigliere avente delega alla progettazione e *operations*; si occupa perciò; oltre che della progettazione, anche della gestione di impianti da fonti rinnovabili, vantando un numero superiore a 300 di installazioni fotovoltaiche in Italia. Ha poteri di ordinaria gestione che esercita nell'ambito di quanto approvato dal Consiglio di Amministrazione e, in particolare cura i rapporti con le Autorità Pubbliche e di settore, come con

il GSE⁸. Ha il potere di firma indipendente per atti fino ad un importo di € 50.000, firma congiunta a quella dell'Amministratore delegato Matteo Minelli per un limite pari a € 300.000, nei casi in cui tale condizione è richiesta.

- Lorenzo Bargellini, consigliere e CFO, commercialista iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Arezzo, gestisce le attività finanziarie della società occupandosi, tra gli altri adempimenti, delle gestione degli contabile e fiscale, elaborazione dei bilanci, civilistici e consolidati di gruppo, della pianificazione del fabbisogno finanziario e del cash flow nel lungo periodo, stabilendo il modo più efficace per impiegare il capitale e le risorse a disposizione.
- Diego Pascolini, anch'egli CFO, il quale ha guidato e si è occupato del processo di quotazione al listino. Svolge, inoltre, il ruolo di Amministratore Unico in altre società partecipate da Ecosuntek S.p.A..
- Antonello Marcucci, membro indipendente del Consiglio di Amministrazione con i requisiti di cui all'art. 148, comma 3, TUF, che garante del controllo, vigila sull'operato degli altri membri del CdA assicurandosi che operino esclusivamente nell'interesse della società.

⁸ GSE sta per Gestione Servizi Energetici ed è la società individuata dallo Stato per perseguire e conseguire gli obiettivi di sostenibilità ambientale in merito alle fonti rinnovabili e all'efficienza energetica. www.gse.it

A partire dal 2019 Ruggero Campi, sostituisce Antonello Marcucci nell'incarico di Consigliere indipendente, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Perugia ed ha ricoperto ruoli rilevanti in tal ambito, già membro di organismi di vigilanza in società pubbliche e private, nonché il ruolo di sindaco.

Gli altri mentori del Consiglio di Amministrazione, sono Gianluca Fedele, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, e Ubaldo Colaiacovo.

Per quanto concerne il collegio sindacale inizialmente formato da: Giacomo Marzana che ne ricopriva la carica di Presidente, Maria Giovanna Basile, Sindaco Effettivo, e Filippo Maria Pantini, anch'esso Sindaco Effettivo. Ad oggi le cariche sono ricoperte rispettivamente da Luca Vannucci, Presidente, Sabrina Pugliese, , e Riccardo Sollevanti. Tutte personalità con diverse esperienze in tale campo e presso altre società.

4.3.1 Il modello operativo

Il modello di amministrazione e controllo della Ecosuntek ricalca fedelmente il sistema tradizionale secondo cui vi è distinzione tra l'organo deputato alla gestione, nel caso in specie individuabile nel Consiglio di Amministrazione, e un organo di controllo, il collegio sindacale. La riforma societaria è organizzata con l'assemblea dei soci, l'organo amministrativo, che nel caso dell'Ecosuntek è

ricoperta da un amministratore unico, il collegio sindacale, l'organismo di vigilanza, tutti di nomina assembleare

L'assemblea svolge funzioni prettamente deliberative: esprime la volontà sociale attuata poi dall'amministratore unico. In materia l'articolo 2364 *bis*, primo comma, c.c. di fatto prevede che: «*nelle società ove è previsto l'organo di vigilanza, l'assemblea ordinaria: (i) nomina e revoca i consiglieri di sorveglianza; (ii) determina il compenso ad essi spettante, se non è stabilito nello statuto; (iii) delibera sulle responsabilità dei consiglieri di sorveglianza; (iiii) delibera sulla distribuzione di utili; (iiiiii) nomina il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti.*»

L'amministratore unico è tenuto alla gestione dell'impresa sociale e compie tutte le attività od operazioni propedeutiche al raggiungimento dell'oggetto sociale, rappresenta la società, è deputato ad eseguire la volontà espressa dalla società, cura la tenuta dei libri e delle scritture contabili. Tale compito deve essere eseguito secondo «*i doveri imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dall'incarico e dalle loro specifiche competenze. [...]*» (art. 2392, comma 1, c.c.).

Il collegio sindacale è un organo di controllo, obbligatorio nelle società per azioni, vigila sul corretto andamento e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società. Per ricoprire tale ruolo è necessario essere iscritti nel registro dei revisori contabili o iscritti negli albi professionali

individuati con decreto dal Ministro della giustizia o essere professori universitari di ruolo in materie economiche o giuridiche⁹.

L'Organismo di Vigilanza ai sensi del D. Lgs. 231/01, si attiva per prevenire le responsabilità degli amministratori da reato, ponendosi a difesa dell'impresa, ed è dotato ai sensi dell'art.6, comma 1, lett. b) del suddetto decreto di «*autonomi poteri di iniziativa e controllo*». Nel caso in esame è composto in maniera monocratica e la durata in carica coincide con la durata del Consiglio di Amministrazione che lo ha nominato.

L'organismo di vigilanza è responsabile di sorvegliare e verificare che il Modello 231/2001 sia efficiente alla prevenzione dei reati previsti da Decreto, segnalare degli eventuali punti deboli e aggiornarlo laddove se ne presenti la necessità. Nello svolgere tale funzioni è tenuto al monitoraggio delle attività attuative affinché possa svolgere la propria attività in maniera corretta, è necessario che si coordini con le altre funzioni aziendali¹⁰.

In particolare, nel caso in esame:

- procedere al controllo delle varie attività tenendo però presente che responsabilità primaria è prerogativa del management operativo;
- condurre indagini sulle diverse attività aziendali e analizzare le aree più a rischio;

⁹ NOTA

¹⁰ “*Che cosa è l'Organismo di Vigilanza OdV231*” www.procedure231.it

- condurre indagini sulle operazioni poste in essere dalle aree giudicate maggiormente a rischio;
- promuovere iniziative utili alla diffusione delle conoscenze e della comprensione del Modello 231;
- controllare la presenza della documentazione prevista dalle procedure aziendali a rischio reato;
- raccogliere le informazioni rilevanti in ordine al rispetto del modello e aggiornare la lista delle informazioni che obbligatoriamente devono essere trasmesse;
- condurre indagini di natura interna per verificare la pertinenza di presunte violazioni di quanto previsto dal Modello;
- verificare che gli elementi del Modello siano adeguati alle esigenze dei diversi tipi di reati¹¹.

Affinché possa svolgere le suddette attività è necessario e quindi che gli sia conferito il potere di accedere a tutte le informazioni della società di cui necessita per lo svolgimento delle indagini. La sua attività non può essere sindacata da altro organismo ma è posta sotto il controllo di adeguatezza da parte del Consiglio di Amministrazione, che verifica l'adeguatezza delle azioni intraprese.

¹¹ “MODELLO 231- Modello di organizzazione, gestione e controllo ex D. Lgs. 231/2001”- Modello di Organizzazione Gestione e Controllo www.ecosuntek.com

4.4 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Il processo è iniziato nell'anno 2013, a seguito, dell'esaurimento degli incentivi pubblici per le energie rinnovabili. Fino ad allora infatti il mercato fotovoltaico era alimentato e strettamente dipendente dagli incentivi. La quotazione è stata avviata per permettere alla società di finanziarsi e per avere un biglietto da visita che gli permettesse di competere con i *player* di più elevato *standing*.

La gestione della società è caratterizzata da un controllo prettamente familiare con all'apice un amministratore unico. Seppur questa caratteristica sia difficilmente rintracciabile nelle realtà che hanno avuto successo, in questo caso, congiunto al fatto che l'intera famiglia possiede una cultura imprenditoriale vasta e pluridecennale, ha permesso alla *corporate governance* di Ecosuntek di velocizzare alcuni processi, che in altri casi, possono risultare decisamente più dilatati, carattere dovuto principalmente alla articolazione della struttura organizzativa.

Il processo di quotazione è risultato piuttosto complesso e tale difficoltà era dovuta principalmente alla mancanza di esperienza nei mercati finanziari e per poter ovviare a tale carenza si sono affidati ad Advisor esterni.

Gli attori e le caratteristiche del processo di quotazione:

NomAd	EnVent Capital Markets Ltd
Specialist	Banca Finnat Euramerica S.p.A.
Investor Relations	Valeria Pierelli
Società di revisione	BDO S.p.A.
Advisor finanziario	Methorios Capital S.p.a.
Flottante	17,51%
Lingua documento di ammissione e informative	Italiana

Il 21 novembre 2013, in sede di assemblea straordinaria, è stato approvato un primo aumento di capitale scindibile fino ad un massimo di € 11.000.000, inclusivi di sovrapprezzo, con l'emissione di massime 2.200.000 azioni, con esclusione del diritto di opzione dei soci *ex art. 2441*, quinto comma, c.c.. Il collocamento è suddiviso in due *tranche*:

- la prima riservata a Investitori Istituzionali per un ammontare totale massimo di € 10.000.000,00 inclusivi di sovrapprezzo, con emissione di massimo 2.000.000 azioni con termine di sottoscrizione al 31 dicembre 2014;
- la seconda riservata ai sottoscrittori della prima tranche per un ammontare di massimo € 1.000.000 inclusivi di sovrapprezzo, con emissione di massimo 200.000 azioni, a servizio dell'attribuzione di ulteriori azioni

ordinarie della Società (Bonus Share)- nella misura di una Bonus Share ogni dieci azioni sottoscritte nell'ambito del collocamento.

Il secondo aumento di capitale sociale è stato deliberato per un massimo di € 4.900.500,00 inclusivi di sovrapprezzo, con emissione di un numero massimo di 980.100 azioni, ad esclusione del diritto di opzione dei soci. Il collocamento è suddiviso in due *tranche*:

- la prima Retail di massimi € 4.455.000 inclusivi di sovrapprezzo con emissione di massime 891.100 azioni con termine di sottoscrizione al 30 giugno 2014;
- la seconda Retail di massimi € 445.500 inclusivi di sovrapprezzo, con emissione di massime 89.100 azioni a servizio dell'attribuzione di ulteriori azioni ordinarie della società (Bonus Shares)- nella misura di una Bonus Share ogni dieci azioni sottoscritte nell'ambito del collocamento¹².

La quotazione è avvenuta a seguito di un collocamento privato di 254.660 azioni ordinarie. Il flottante della società post quotazione è stato pari al 17,51% del capitale. Il prezzo unitario delle azioni è stato fissato a 21€. Il controvalore del collocamento è stato pari a circa 5,3 milioni (3.392.760 sottoscrizioni retail e 1.955.000 di istituzionali, si rammenta il collocamento istituzionale si concluderà

¹² “Documento di ammissione alle negoziazioni su AIM- Italia – Mercato alternativo del capitale, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A, delle azioni di Ecosuntek S.p.A”- www.ecosuntek.it

al 31.12.2014). Alla data del 30.06.2014 il titolo ha chiuso la seduta con un valore di € 16,00¹³.

Nel 2014 la struttura organizzativa ha subito un cambiamento necessario all'adeguamento, ma comunque nel consiglio di amministrazione sono stati coinvolti membri storici della società, ad esclusione del consigliere indipendente, che è stato scelto sulla base di precisi requisiti di terzietà rispetto all'amministrazione, in quanto tenuto alla valutazione di operazioni rilevanti secondo un punto di vista non influenzabile dal carattere familiarità.

Il processo su AIM- MAC Italia si è concluso l'8 maggio 2014.

Un aspetto interessante è la decisione di internalizzare tutti i processi che riguardano la parte comunicativa: tutte le comunicazioni, i rapporti con gli investitori e gli adempimenti a livello comunicativo richiesti dalla quotazione sono gestiti da un apparato *ad hoc* interno alla società.

L'accesso al mercato dei capitali ha permesso loro di differenziare ulteriormente l'attività: infatti nel 2015, oltre alla realizzazione e gestione degli impianti, hanno sviluppato la gestione di attività di commercializzazione di energia derivata da fonti rinnovabili tramite la controllata ECO TRADE S.r.l. che vende energia elettrica e gas sia a clienti privati che business. Quindi oltre che produrre energia, ora la dispacciano occupandosi quindi anche di attività commerciale e di vendita presso i clienti finali riuscendo in questo modo a gestire l'intera filiera.

¹³ Relazione finanziaria consolidata al 30 giugno 2014- www.ecosuntek.it

4.5 I RISULTATI CONSEGUITI POST- QUOTAZIONE

La società sin dall'inizio è caratterizzata da una crescita esponenziale in termini di fatturato, fino ad arrivare al momento in cui il mercato del fotovoltaico ha subito delle contrazioni dovute alle novità in termini normativi.

Sono giunti alla quotazione con una posizione finanziaria netta rilevante, che appesantiva l'intera struttura e la vedeva esposta ad un crescente rischio di *default*.

Con l'entrata nel listino, i capitali raccolti hanno permesso alla società di concentrare tali risorse su investimenti finalizzati alla crescita dell'attività di *power generation*, proponendosi per il ritiro di energia da gruppi di produzione indipendenti, con l'obiettivo di offrire un servizio completo di gestione dell'energia, che permetta ai produttori di beneficiare dei vantaggi economici presenti nei mercati all'ingrosso.

La società ha quindi abbandonato l'attività E.P.C. ed O&M trasformandosi in una società di *power generation*, tramite la gestione degli impianti di proprietà e delle partecipazioni detenute nelle società controllate appartenenti al gruppo di cui è a capo.

Il 2015 è l'anno in cui tutti gli impianti di proprietà entrano in funzione e l'attività di *reseller*, ha permesso alla società di ricavare 974.710 dall'attività di *rebuying*

iniziata nel corso dell'esercizio, oltre che 154.661 prevenienti dalla gestione della *power generation*¹⁴.

Nel corso dell'esercizio dell'anno 2016 la società si è concentrata nella gestione e nello sviluppo di attività legate al settore *energy*, in particolare con la gestione di impianti fotovoltaici detenuti di proprietà o attraverso società partecipate e lo sviluppo della nuova attività di *reseller* dell'energia elettrica¹⁵.

Nel 2017 si è registrato un consistente aumento dei ricavi rispetto all'anno precedente, questo incremento è dovuto allo sviluppo dell'attività di *reseller* dell'energia elettrica e all'aumento dell'attività di *power generation*.

Il *trend* di crescita che caratterizzante l'attività di *reseller* ha accompagnato anche il 2018: tale incremento ha permesso di assorbire il leggero ribasso dei ricavi dovuto alla diminuzione dei proventi da parte dell'attività di *power generation*, calo dovuto principalmente alla minore insolazione connessa al rischio delle variazioni climatiche, insito e caratterizzante dell'attività.

Nel bilancio del 2018 risulta un fatturato di € 72 mln con una posizione finanziaria netta inferiore a quella di partenza, che era pari ad € 50 mln. Si evince perciò che la quotazione è stato un passo importante e decisivo per la società, permettendogli di "salvarsi" da una situazione che nel breve periodo poteva volgere verso il dissesto.

¹⁴ Bilancio di esercizio e consolidato 2015

¹⁵ Bilancio di esercizio e consolidato 2016- www.ecosuntek.it

Rilievo assume la politica dei dividendi adottata dalla società che, già a partire dal 2010 per diversificarsi rispetto ai *competitor*, non li ha mai distribuiti. Ciò gli ha permesso di realizzare diversi investimenti tra cui la realizzazione di impianti di proprietà diventando quindi produttore di campi a energia rinnovabile.

L'ammontare del flottante, che era pari al 17,51%, quindi tendente al minimo richiesto, ha poi permesso ai vecchi soci di avere una partecipazione maggioritaria.

Dalla quotazione hanno tratto quindi i vantaggi derivanti dalla raccolta di risorse, la maggiore visibilità che la quotazione offre e, allo stesso tempo, hanno mantenuto il controllo della società. L'aspetto più impattante a livello di gestione è stato quello attinente la regolamentazione richiesta per mantenere lo *status* di quotata, ma nel tempo è risultato comunque facilmente gestibile avendolo internalizzato.

4.6 LA SITUAZIONE ECONOMICO- FINANZIARIA

4.6.1 Analisi della redditività

La presente analisi permette di analizzare la capacità dell'impresa di produrre reddito e quindi di essere in grado di remunerare in maniera adeguata i fattori della produzione.

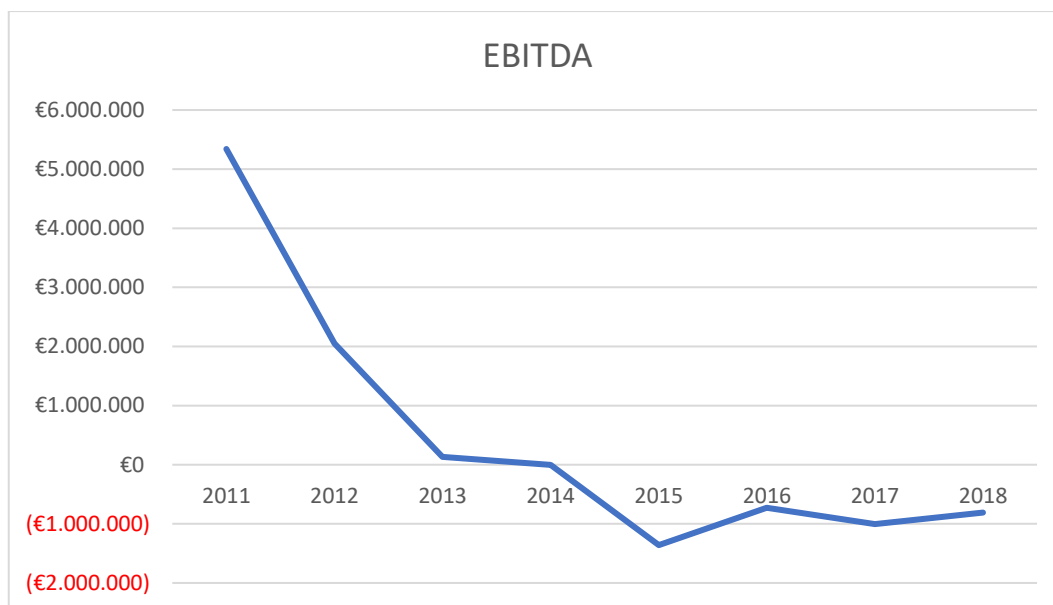
L'EBITDA (o *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) indica la redditività operativa di una società prendendo in considerazione solo la parte inerente al business aziendale.

Variazioni EBITDA- Pre quotazione		
2011	2012	2013
€ 5.340.961	€ 2.048.072	€ 133.182

Nel 2011 Ecosuntek è in una posizione consolidata sul mercato delle energie rinnovabili in particolare nel settore fotovoltaico, ciò ha comportato la necessità per la stessa di ampliare le strutture già in uso, portandola ad un aumento dimensionale.

Nel 2012 benché si registri una diminuzione dell'EBITDA dovuto agli investimenti realizzati per l'acquisto di nuove macchinari e attrezzature oltre che alla realizzazione di due impianti fotovoltaici in economia, la società continua a vantare una posizione significativa nel settore.

Variazioni EBITDA- Post quotazione				
2014	2015	2016	2017	2018
€ -519.397	€ -1.359.797	€ -725.627	€ -1.005.018	€ -810.532



Da un confronto con tra la situazione pre e post quotazione, si nota la diminuzione dell'EBITDA, imputabile alla modifica dell'attività svolta dalla società. Infatti a partire dal primo semestre del 2015 la società si è unicamente concentrata sull'attività di *power generation* mediante gli impianti fotovoltaici di proprietà, cambiamento che è stato gradualmente apportato a partire dall'esercizio 2014, per cui si è verificata l'esigenza, almeno in parte, di riconvertire l'attività produttiva.

Pur realizzando risultati negativi nel 2016 si registra un incremento rispetto al 2015, dovuto all'attività di *reseller*, iniziata nel corso dell'anno 2015 che ha permesso alla società di realizzare un aumento di proventi.

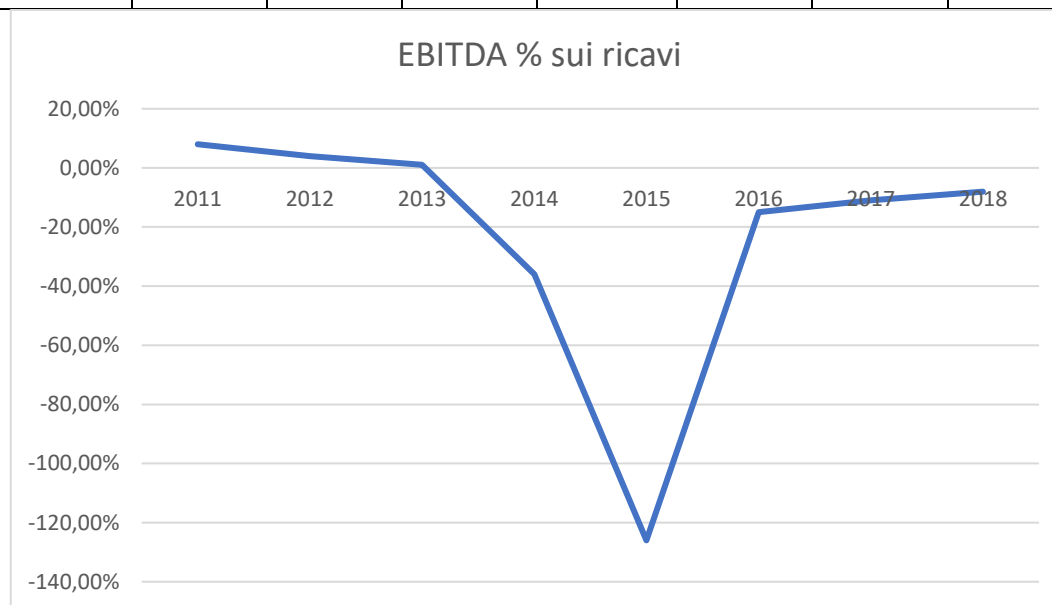
Nel bilancio del 2017 nonostante un incremento dei ricavi derivante dallo sviluppo delle nuove attività di *reseller* e *power generation* si è verificata una

diminuzione dovuta principalmente al sostenimento di costi non correnti.

Trattandosi di tali costi, infatti, nel corso del 2018 si è registrato un incremento.

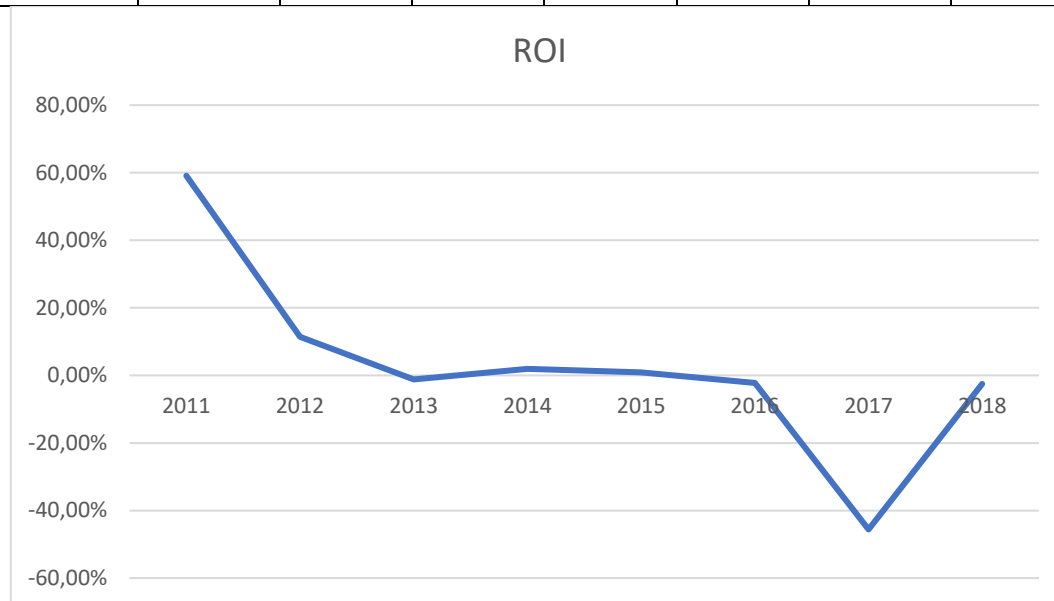
Tali movimentazioni sono di seguito espresse in valori percentuali.

Variazioni EBITDA % sui ricavi							
Pre quotazione			Post quotazione				
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
8%	4%	1%	-36%	-126%	-15%	-11%	-8%



Il ROI (*Retrun On Investment*) esprime la redditività caratteristica del capitale investito nell'impresa. Maggiore è il suo valore tanto più l'impresa è attrattiva per potenziali nuovi investitori.

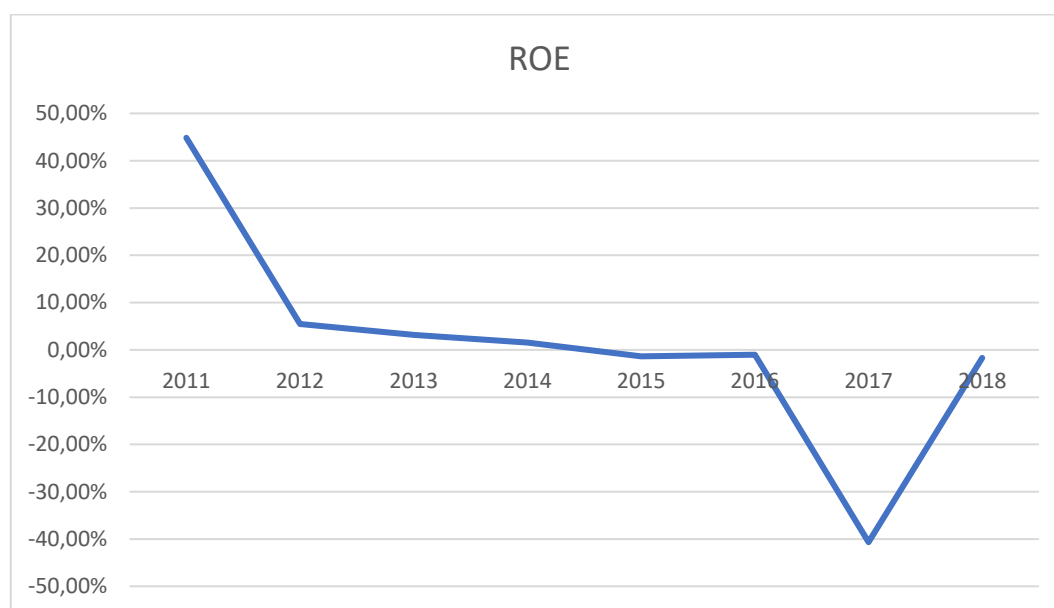
ROI							
Pre quotazione			Post quotazione				
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
59,10%	11,39%	-1,21%	1,94%	0,90%	-2,26%	-45,61%	-2,52%



Nel fase di pre- quotazione il suo andamento è caratterizzato da un trend discendente, tali tempistiche coincidono con la contrazione del mercato del fotovoltaico. Torna ad aumentare, per poi avere un andamento altalenante, dall'anno della quotazione e nel corso dell'anno 2018, seppur con un valore negativo, ha subito un importante incremento. Ciò indica che la società, tramite le attività di *power generation e reseller* sta seguendo un nuovo trend in crescita.

Il ROE che indica la redditività del patrimonio netto, ovvero la capacità dell'impresa di realizzare dei risultati congrui alla remunerazione del capitale investito.

ROE							
Pre quotazione			Post quotazione				
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
44,84%	5,49%	3,20%	1,54%	-1,35%	-1,01%	-40,66%	-1,73%



La situazione pre- quotazione mostra un trend in forte diminuzione ma che comunque si afferma a valori positivi. Dal 2015, ad un anno dalla quotazione, ha registrato dei valori negativi a causa dei cambiamenti apportati alla struttura

produttiva coincidente in quegli anni. Una forte diminuzione si registra nel 2017, anno in cui sono stati gestiti dei costi non ricorrenti tra cui il rimborso consistente nei confronti di Omnisun S.r.l, impresa con la quale era stato precedentemente avviato un contenzioso. Fino al 2018 in cui si è attestato ad un valore, seppur negativo, decisamente migliore rispetto all'anno precedente.

4.6.2 Analisi della solidità

La posizione finanziaria netta è il principale indicatore di solvibilità e fornisce informazioni in merito alla situazione debitoria in cui versa l'impresa. Si ottiene dalla differenza tra il totale dei debiti finanziari e le attività finanziarie.

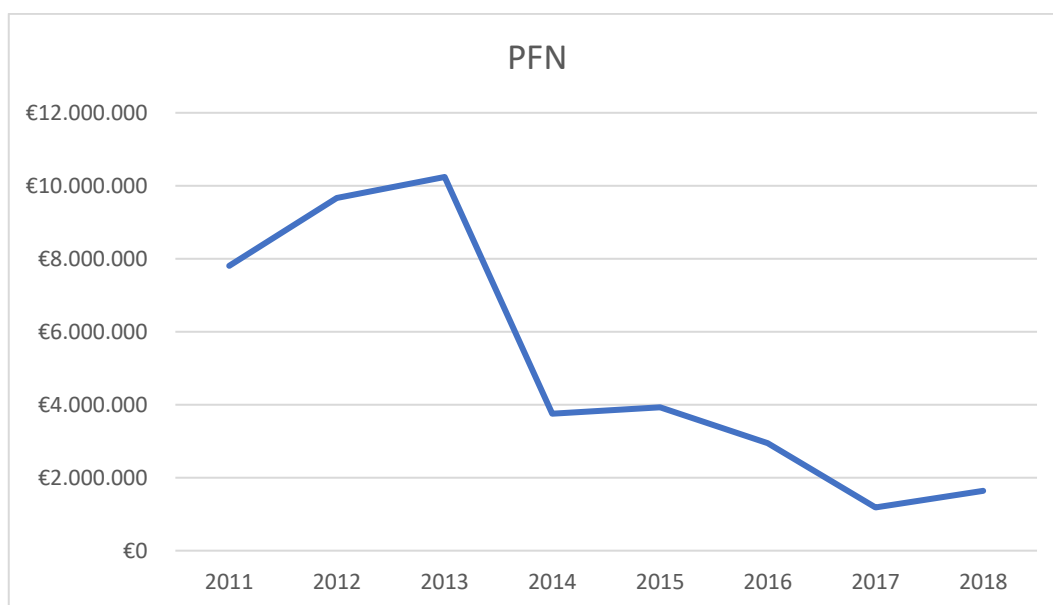
Negli anni precedenti la quotazione si nota un generale aumento, indice del fatto che le attività finanziarie subiscono una diminuzione e/o le passività, viceversa, un aumento.

Variazioni PFN- Pre quotazione		
2011	2012	2013
€ 7.808.119	€ 9.667.948	€10.240.962

La situazione al 2013 registra un aumento dovuto principalmente ad una consistente esposizione debitoria verso fornitori e istituti di credito.

La posizione finanziaria netta a seguito della quotazione, registra un notevole miglioramento.

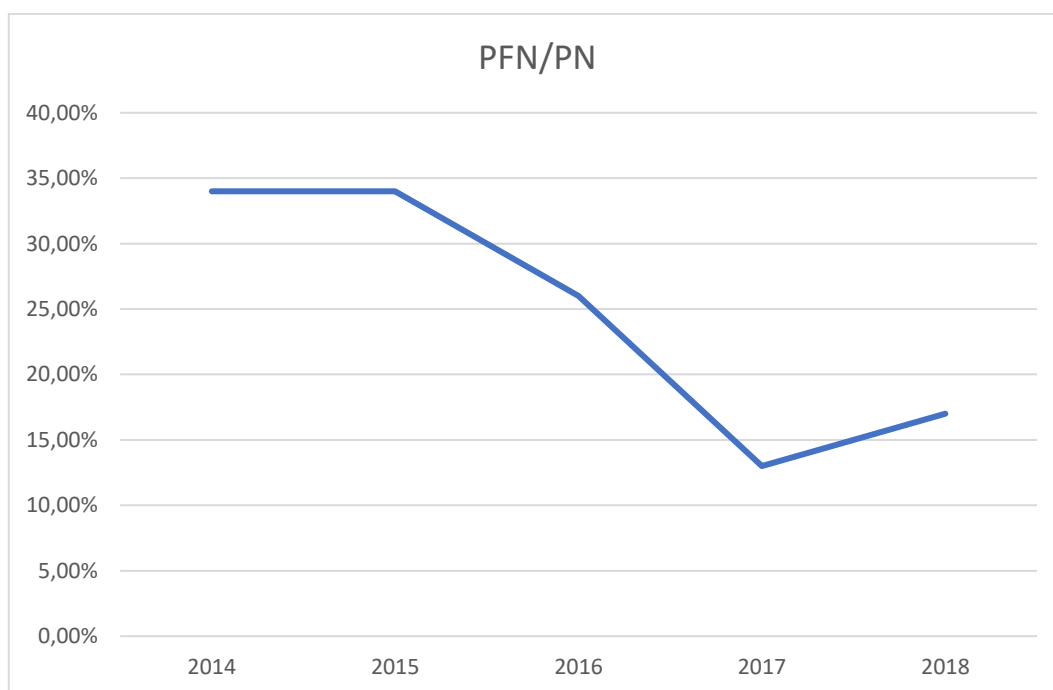
Variazioni PFN- Post quotazione				
2014	2015	2016	2017	2018
€ 3.751.994	€ 3.931.497	€ 2.945.856	€ 1.185.176	€ 1.639.944



Si nota una diminuzione, ciò significa che nel medio periodo la quotazione ha permesso loro di ridurre l'esposizione debitoria

Il rapporto PFN/PN indica il grado di equilibrio tra mezzi di terzi e mezzi propri, permette di monitorare il rischio finanziario a cui l'impresa è soggetta, esprime l'eccedenza dell'indebitamento netto rispetto ai mezzi propri, fornendo quindi informazioni in merito alla dipendenza della società dal capitale di terzi.

PFN/PN				
2014	2015	2016	2017	2018
34%	34%	26%	13%	17%



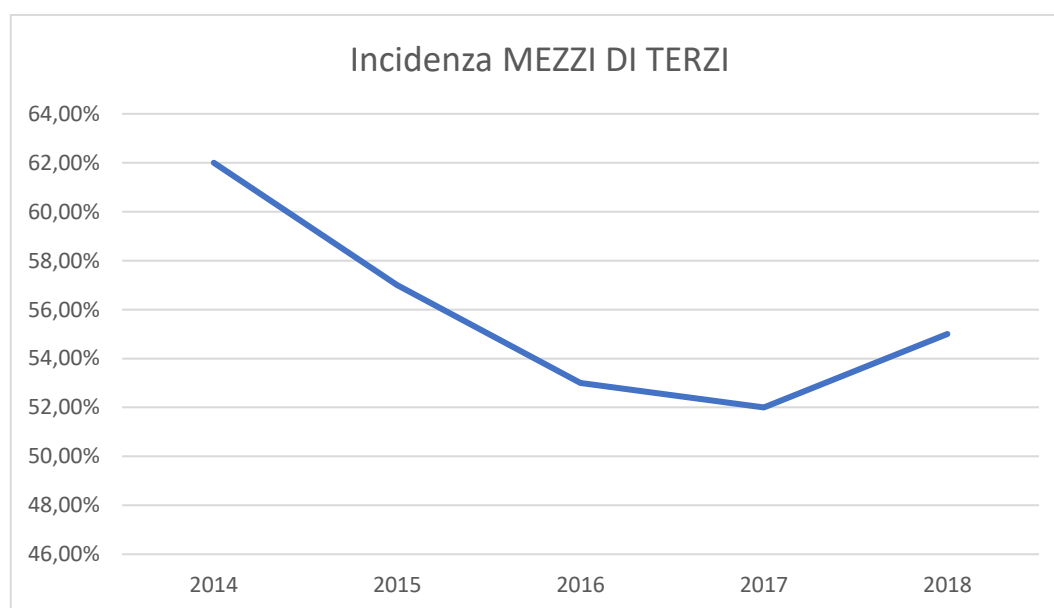
Tale valore nel corso degli anni è diminuito a riprova del fatto che la società sta rientrando dalla preoccupante situazione debitoria che la caratterizzava nel momento in cui ha acceduto al mercato dei capitali. È chiaro l'effetto positivo che la quotazione ha comportato per la società. Infatti, nel 2018, il livello pari al 17% denota un giudizio ottimale della solidità della società, essendo il valore ottimale pari a <25%.

Ulteriori indici utili ad analizzare l'equilibrio finanziario, riguardano la composizione dei mezzi di finanziamento e il cambiamento che questi ha subito.

L'incidenza dei mezzi di terzi, risultante dalla formula:

$$\frac{\text{Mezzi di terzi}}{PN}$$

Incidenza MEZZI DI TERZI				
2014	2015	2016	2017	2018
62%	57%	53%	52%	55%



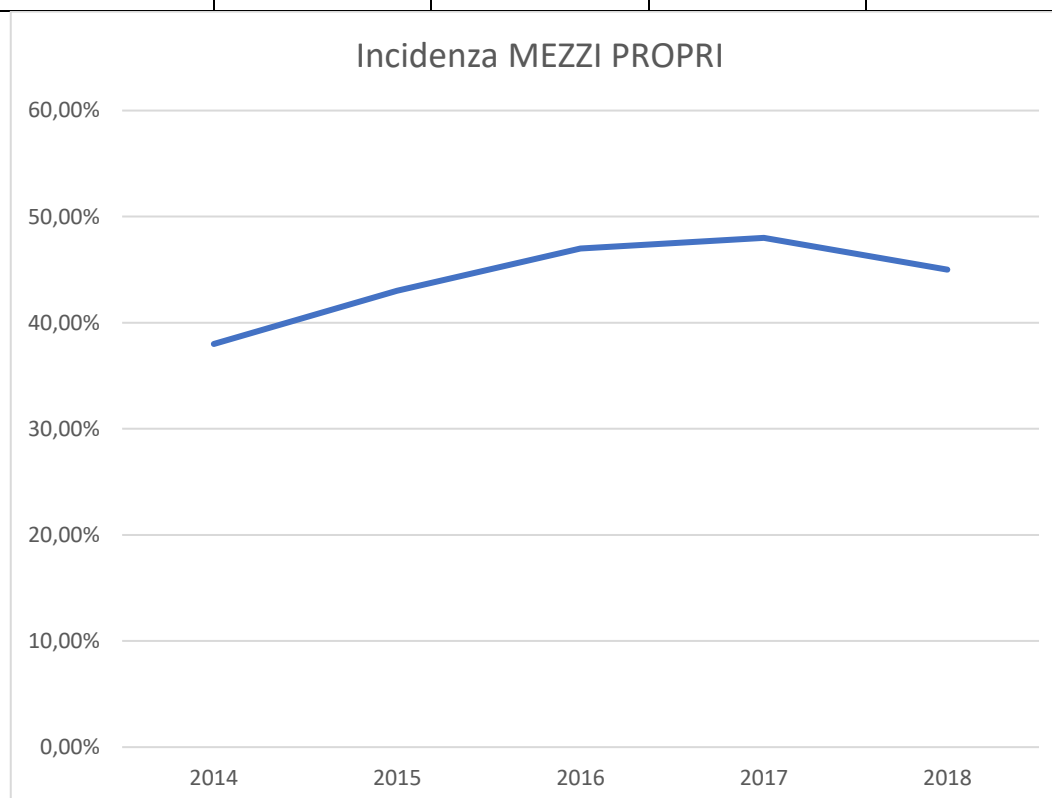
Segue un andamento in diminuzione e ciò significa una minore dipendenza della società dai capitali apportati da finanziatori esterni.

Congiuntamente giova analizzare l'incidenza dei mezzi propri, rilevabile tramite il rapporto:

$$\frac{PN}{Totale\ passivo}$$

Rispetto all'incidenza dei mezzi di terzi, c'è un'inversione di tendenza, essendo caratterizzato da un trend in crescita.

Incidenza MEZZI PROPRI				
2014	2015	2016	2017	2018
38%	43%	47%	48%	45%

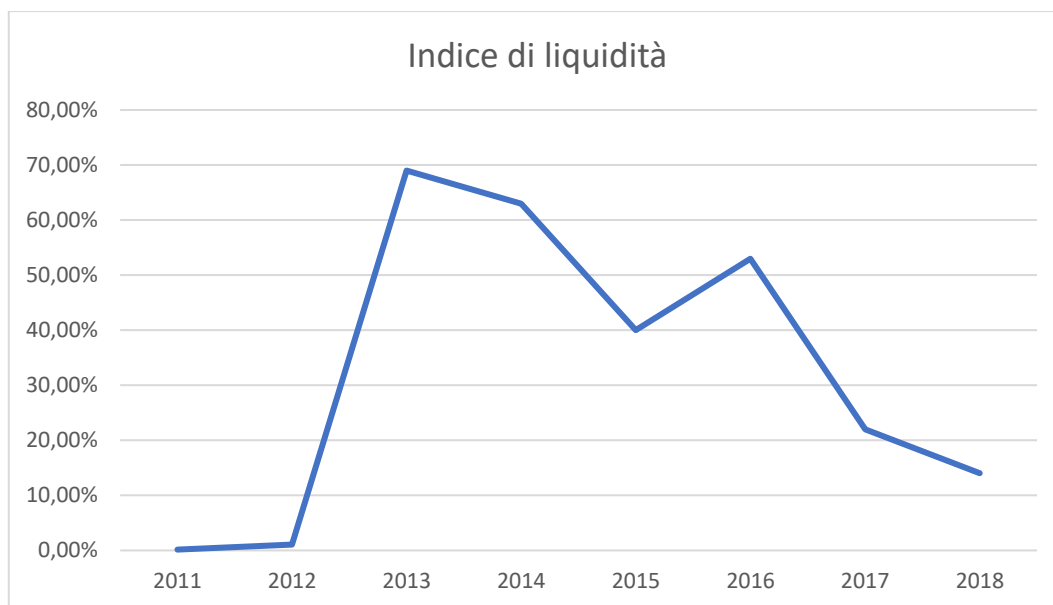


Il rapporto inverso tra l'incidenza dei mezzi propri (aumenta) e l'incidenza dei mezzi di terzi (diminuisce) indica che la società, a seguito della quotazione, con i capitali raccolti, con la modificazione della attività principalmente svolte, nel tempo è stata in grado di generare le risorse necessarie alla parziale copertura delle passività attingendo sempre meno a finanziamenti esterni.

In ultima analisi si prende in considerazione l'indice di liquidità primaria o *quick ratio* tale analisi è utile a capire la corretta corrispondenza temporale tra gli investimenti e la durata delle fonti di finanziamento.

In particolare si fa riferimento alla capacità dell'impresa di far fronte agli impegni di pagamento con scadenza a breve attingendo a fonti liquide o prontamente liquidabili.

Indice di liquidità							
Pre quotazione			Post quotazione				
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
0,15%	1,09%	69%	63%	40%	53%	22%	14%



Si attesta che, a seguito della quotazione, la capacità dell'impresa di far fronte in maniera efficiente alle passività correnti è nettamente migliorata. Questo potrebbe essere conseguenza del fatto che, con l'accesso al mercato dei capitali, ha raccolto le risorse di cui necessitava per coprire gli impieghi/ investimenti consolidati e quindi che necessitavano di una copertura temporale maggiore, così da poter meglio ottemperare alle passività correnti con disponibilità liquide.

CONCLUSIONI

Le PMI a conduzione familiare caratterizzano il tessuto economico nazionale, a differenza degli altri paesi. Anch'esse perseguono l'obiettivo di creazione del valore e per poterlo realizzare devono intraprendere un percorso di crescita inteso anche su base dimensionale.

Le PMI sono poi caratterizzate da strutture finanziarie scarsamente diversificate a cui fa capo l'autofinanziamento, e l'alternativa prediletta ad esso, è il canale bancario, a cui, spesso, si fa ricorso per coprire i fabbisogni finanziari scaturenti dalla gestione operativa per i quali non si trova copertura con gli utili trattenuti e quindi non distribuiti, e con il *cash flow*.

Con il *credit crunch* le PMI, in genere sottocapitalizzate, hanno riscontrato difficoltà ad accedere al credito bancario, perdendo la possibilità di crescere e spesso di continuare l'attività comportando così la difficoltà di mantenimento delle quote di mercato acquisite nel tempo.

Il loro sviluppo, in termini attuativi, può essere reso possibile con l'utilizzo di strumenti di finanziamento alternativi che possono fungere da trampolino per il successivo accesso al mercato dei capitali.

AIM Italia- MAC è un mercato *ad hoc* per le PMI che necessitano di capitali per poter intraprendere progetti di sviluppo utili alla crescita, ma che non hanno i requisiti necessari per accedere ai mercati finanziari regolamentati.

La quotazione permette alle imprese di rilanciare la loro attività. Infatti con i capitali raccolti le imprese possono effettuare investimenti che altrimenti non riuscirebbero a realizzare, come l'incremento delle risorse a disposizione dell'area di ricerca e sviluppo, che permette all'impresa di sviluppare o modernizzare e quindi avanzare anche tecnologicamente, oltre che il prodotto anche il processo produttivo così da incrementare la propria capacità produttiva. Permette di realizzare e consolidare la loro espansione territoriale in termini internazionali, guadagnando dal punto di vista della reputazione in termini di credibilità e, non da ultimo, la possibilità di accedere al mercato globale.

Per favorire il ricorso al mercato dei capitali, oltre alla snellezza dei requisiti richiesti all'accesso ad AIM Italia- MAC, sono state predisposte delle misure normative che incentivano il risparmio privato, come i PIR e i Fondi istituzionali.

La legge di bilancio 2018 ha previsto un credito d'imposta a favore delle imprese che intraprendessero il cammino della quotazione, rappresentato da un risparmio del 50% sui costi di consulenza sostenuti dalle PMI in sede di quotazione, fino al 31 dicembre 2020, per un importo massimo fino a € 500.000 ad impresa.

Sull'ondata degli incentivi, la legge 19 dicembre 2019, n. 1751, che ha convertito in legge il d. lgs. 26 ottobre 2019, n. 124, ha previsto da gennaio 2020 l'obbligo di investire il 5% del 70% del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite in indici FTSE Mib di Borsa italiana e da indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Tramite questa condizione, sono stati

individuati i PIR di terza generazione che hanno lo scopo di dare un nuovo slancio di liquidità al mercato AIM Italia- MAC, favorendo la crescita del controvalore medio giornaliero scambiato, con un impatto previsto pari a € 231 mln.

Il 2019 ha rappresentato un anno importante per AIM Italia- MAC, che ha visto la quotazione di 35 imprese, tra IPO e *business combination*, realizzando una raccolta di capitali pari € 207 mln.

Il caso preso in esame nel presente elaborato rappresenta una realtà imprenditoriale tipicamente italiana operante nel settore delle energie rinnovabili.

Il settore, strettamente legato al mercato degli incentivi pubblici, ha subito uno sviluppo esponenziale a partire dagli anni in cui si è verificato il *credit crunch*.

Questo andamento è dovuto al continuo aumento di fabbisogno energetico a livello globale, sommato al fatto che già ai primi anni dell'UE, dalla Comunità venivano prefissati dei precisi obiettivi in merito, derivanti dall'esigenza di rendere i paesi appartenenti più indipendenti dalle importazioni di energia e, quindi diventarne produttori in maniera sostenibile e pulita e che impattasse meno possibile a livello ambientale che ha sempre rappresentato un "limite" a causa dell'impatto ambientali che tali installazioni hanno. Per ovviare a tale problematica, la normativa ha incentivato le installazioni su edifici, arginando in tal modo questa problematica e non rinunciando così agli obiettivi prefissati dalla Comunità.

Ecosuntek nasce da una solida esperienza familiare nell'imprenditoria. Il fattore familiare, nel loro caso ha segnato positività, impattando prima di tutto sull'immediatezza delle decisioni.

La società ha seguito l'andamento del settore, risentendo dell'esaurimento degli incentivi, ma nonostante ciò, ha diversificato la sua attività, pur rimanendo nel settore delle energie rinnovabili: da "semplici" produttori di impianti, ad oggi gestiscono l'intera filiera, dalla produzione alla vendita di energia.

I vantaggi tangibili che la società ha riscontrato dalla quotazione ad AIM Italia-MAC sono: la visibilità pubblica acquisita approdando al listino, il miglioramento della *corporate governance*, necessario per ottemperare alle normative, la possibilità di comunicare alla comunità finanziaria attraverso canali istituzionali e di fare operazioni finanziarie su strumenti alternativi al classico mondo bancario.

In merito alla riorganizzazione della *corporate governance*, hanno acquisito una struttura gerarchia ben definita, elemento che oltre ad essere necessario, hanno rilevato essere utile, ma pur riorganizzando, il controllo è rimasto alla famiglia. Questa caratteristica, hanno riscontrato, essere funzionale alle scelte strategiche, perché garantisce chiarezza e spregiudicatezza. Non c'è eccessiva distanza tra chi propone e chi deve approvare.

Inoltre hanno individuato nell'aspetto comunicativo, l'elemento funzionale all'andamento del valore dei titoli.

Un titolo è sano quando la società comunica in merito all'attività industriale e rende tale informazioni in maniera corretta.

Tale caratteristica è fondamentale nel mercato dei capitali: si è continuamente esposti a giudizi che andranno a formare il *rating*, che è utile all'accesso anche ad altre fonti di finanziamento, come il canale bancario.

Nel caso esaminato, la quotazione ha permesso alla società di salvaguardarsi, consentendogli, oltre che diversificare, riequilibrare la struttura finanziaria migliorando in tal modo la posizione finanziaria netta che risultava essere estremamente compromettente.

In questo modo sono riusciti a mantenere la loro posizione sul mercato, hanno evoluto il loro business sostenendo nuovi progetti in campo di energie rinnovabili e, sfruttando gli impianti che possedevano, ora dispacciano energia tramite una loro società controllata.

BIBLIOGRAFIA

BISCARO Q., *La quotazione di una PMI costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell'azienda*, L'industria- n°3, 1999, pp.28

CARUSO E., *L'impresa in un mercato che cambia*, Tecniche nuove, 2003
www.impresaoggi.com

CORSI C., MIGLIORI S., *Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2016, pp. 343

DAVERI C., *PMI italiane: l'internazionalizzazione come opportunità strategica*, 20 settembre 2016, www.linkiesta.it

DOMENICHELLI O., *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento. L'approccio dell'investitore*, G. Giappichelli, Torino, 2007

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese, profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli, Torino, 2013

FABBRINI G., MONTRONE A., *Economia aziendale. Istituzioni*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 440

IEMMA P., CUPPINI N., ORIGONI G., *Market Abuse Regulation: le norme tecniche di attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014*, 17 maggio 2016
www.dirittobancario.it

LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2018, pp. 244

LUCARELLI C., *I mercati mobiliari. Assetto regolamentare, strumenti finanziari ed attriti di microstruttura*, CLUA, 2012, pp.158

MAGNA L. *AIM, ecco perché alle PMI conviene il listino alternativo*, 18 febbraio 2020, www.focusrisparmio.com

MANELLI A., PACE R., *Finanza d'impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2009, pp.713

MANELLI A., PACE R., *Il riacquisto di azioni proprie. Teorie ed evidenze empiriche*, Pitagora Editrice, Bologna 2007, pp.

PANETTA F., *Un sistema finanziario per la crescita*, Milano 2014, www.bancaditalia.it

TRAPPOLINI A., *AIM Italia, dopo un anno da record il 2020 promette il bis grazie ai PIR*, 13 gennaio 2020, www.focusrisparmio.com

SITOGRAFIA

www.aidaf.it

www.aimitalia.news.it

www.altroconsumo.it

www.ansa.it

www.bancaditalia.it

www.bdo.it

www.borsaitaliana.it

www.confindustria.it

www.consob.it

www.diritto.it

www.dirittobancario.it

www.diritto24.ilsole24ore.com

www.ecosuntek.it

www.economiaziendale.net

www.elite-network.com

www.ilsole24ore.it

www.know.cerved.com

www.marketing-pmi.com

www.pmi.it

www.soldionline.it

