



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in Amministrazione,
Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

**Euronext Growth Milan: la quotazione
delle PMI per diminuire
l'indebitamento bancario e stimolare
la crescita**

Relatore

Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Correlatore

Prof. Guido Massimiliano Mantovani

Laureando

Carlo Spadola

Matricola 867540

Anno Accademico

2023 / 2024

INDICE

INTRODUZIONE	4
Capitolo 1) PANORAMICA DELLE PMI IN ITALIA ED IL LORO ASPETTO FINANZIARIO COMPARATO AD ALTRI PAESI	7
1.1 Le PMI italiane, definizione, caratteristiche e settori.....	7
1.2 Politiche finanziarie delle PMI.....	14
1.3 Come diminuire la dipendenza bancaria: la diffidenza italiana verso forme di finanziamento alternative	23
Capitolo 2) LA QUOTAZIONE PER LE PMI: EURONEXT GROWTH MILAN	31
2.1 Vantaggi e oneri della quotazione	31
2.2 Euronext Growth Milan: un mercato a misura per le PMI	38
2.2.1 Procedura e requisiti per la quotazione in Euronext Growth Milan	43
Capitolo 3) Analisi analitica su casi studio e l'effetto della quotazione	55
3.1) I criteri di scelta e il lavoro svolto	55
3.2) CLABO S.P.A.	59
3.3) GROWENS S.P.A.	64
3.4) PORTOBELLO S.P.A.....	68
3.5) OSAI AUTOMATION SYSTEM	74
3.6) A.B.P. MONICELLI SPA.....	79
Capitolo 4) Conclusioni e riflessioni sull'efficacia di Euronext Growth Milan per le PMI	85
4.1 I risultati di EGM per le società quotate.....	85
4.2 Peculiarità del mercato EGM e strategie di successo	91
Conclusioni.....	95
Documenti Allegati.....	98
<i>Bibliografia</i>	106

INTRODUZIONE

A seguito della crisi finanziaria del 2008 e di quella del debito Sovrano del 2011 è emersa la debolezza strutturale del tessuto economico italiano, uno tra i più colpiti dagli effetti degli shock economici degli ultimi decenni. Esso è infatti sorretto in particolar modo dall'impreditoria medio piccola, la quale porta con sé grandi vantaggi ma anche grandi lacune. Non sempre però queste dinamiche, e le conseguenze di questa struttura macroeconomica, sono note al fuori degli ambienti professionali.

Riportando i dati ISTAT (ISTAT 2021), al 31.12.2021 il numero di imprese in Italia superava i 4,5 milioni: di queste il 95% è composto da microimprese, ovvero imprese con meno di dieci dipendenti. Di seguito, le cosiddette PMI, ossia imprese con lavoratori compresi tra i 10 e i 250 e un fatturato inferiore ai 50 milioni¹ (Commissione Europea s.d.), rappresentano meno del 5% totale, ma costituiscono il 41% del fatturato nazionale, il 38% del valore aggiunto ed il 34% degli occupati² (Osservatori Digital Innovation 2022).

Fonte Istat 2021



Figura 1, Distribuzione delle imprese in Italia

La crisi economica del 2008 e lo scenario emergenziale post pandemia da Covid-19 hanno messo in evidenza la fragilità delle stesse, esponendo l'inadeguatezza e la fragilità della struttura finanziaria alla base delle piccole e medie imprese italiane.

Una domanda che sorge spontanea date le considerazioni precedentemente presentate è: che strumenti hanno oggi le PMI in Italia per crescere, raggiungere nuovi capitali ed essere competitive in uno scenario socioeconomico sempre più competitivo e che porta i colossi internazionali a schiacciare le piccole realtà tipiche del nostro Paese?

¹ Guida dell'utente alla definizione di PMI, Commissione Europea

² Report Innovazione Digitale nelle PMI, giugno 2022

Questa tesi si articola in quattro capitoli e si pone l'obiettivo di analizzare lo strumento dell'Euronext Growth Milan come volano per le PMI al fine di raggiungere capitale e accrescersi. L'elaborato vuole inoltre esaminare i differenti approcci al mercato borsistico italiano rispetto all'estero e i risultati che ne derivano dalla quotazione.

Nel primo capitolo si toccheranno temi riguardanti le caratteristiche delle PMI italiane, in particolare la diffidenza con la quale esse guardano ai mercati e le differenze con le controparti estere.

Nel secondo capitolo si descriverà come Euronext Growth Milan cerchi di contrastare questa circospezione, le caratteristiche di questo mercato e la normativa vigente che ne determina i limiti.

In seguito, verrà esposta un'analisi analitica dei risultati acquisiti attraverso il Bloomberg Terminal sulle quotazioni delle PMI attraverso il mercato Euronext Growth Milan: l'effettiva capacità da parte delle imprese di raccogliere nuovo capitale, una misurazione tra indice di liquidità e valore aggiunto ed un eventuale fenomeno di delisting. Vista l'importanza del tema si vuole concludere con delle considerazioni personali sull'effettiva efficacia di Euronext Growth Milan.

Capitolo 1) PANORAMICA DELLE PMI IN ITALIA ED IL LORO ASPETTO FINANZIARIO COMPARATO AD ALTRI PAESI

1.1 Le PMI italiane, definizione, caratteristiche e settori

Le PMI in Italia contribuiscono a circa il 40% del PIL, a oltre un terzo (35%) degli investimenti e a quasi la metà (48%) dell'export totale³ (Corrierecomunicazioni.it 2021). Guardando alla produttività, emerge che le PMI italiane generano un valore aggiunto ben superiore ai 48mila euro per addetto della media europea, a differenza delle grandi imprese che registrano risultati medi inferiori a quelli europei⁴ (CERVED PMI 2020). Sono numeri che riassumono in modo molto esplicito l'impatto che questa categoria d'impresa ha in Italia: si può dire con fermezza che l'economia italiana è sorretta dalle PMI, con tutti i pregi e difetti di questo scenario macroeconomico.

Per loro natura le PMI portano con sé dei vantaggi competitivi che si manifestano attraverso strutture e gestioni più snelle, consentendo loro di adattarsi con maggiore prontezza alle variazioni del mercato. Questa flessibilità diventa particolarmente rilevante nell'attuale contesto economico, caratterizzato da cambiamenti costanti e repentini. La loro maggiore agilità è cruciale per sfruttare le opportunità offerte da nicchie di mercato nuove o di dimensioni ridotte, spesso non individuabili con la stessa facilità da aziende di maggiore portata.

Non potendo, nella maggior parte dei casi, competere dal punto di vista dei prezzi, tra queste spicca la qualità dei prodotti o dei servizi offerti. A questo si accompagna che le PMI abbiano una conoscenza più approfondita del proprio settore, essendo in contatto diretto con esso quotidianamente. Tale condizione consente loro di presentare un'immagine di esperienza, sicurezza e fiducia, elementi di rilevanza cruciale.

Tuttavia, per rimanere all'attualità e ai numeri citati dal rapporto Cerved sulle PMI del 2023 (Cerved 2023), queste sono le prime a subire le mutazioni degli scenari macroeconomici: come verrà approfondito meglio successivamente la loro struttura snella ma spesso sottocapitalizzata porta a grande fragilità e a soggiacere alle condizioni ad esse esterne.

³ Corrierecomunicazioni.it, *Digitalizzazione delle Pmi, sprint da 10 miliardi al Pil italiano*

⁴ Dati rilevati dal rapporto Cerved PMI 2020

La definizione di PMI che utilizziamo oggi ci arriva dalla Commissione Europea. Il 6 maggio 2003 vengono definiti con apposita raccomandazione i parametri quantitativi e qualitativi all'interno dei quali si collocano le diverse tipologie di impresa.

La necessità di una classificazione comunitaria nasce dalle caratteristiche macroeconomiche della Comunità Europea, all'interno della quale il 99% delle imprese rientra nelle classificazioni di piccole, medie o microimprese⁵ (Unione Europea 2023). Nella classificazione illustrata si nota come i criteri scelti per la suddivisione siano di stampo finanziario e sociale: fatturato⁶ e attivo patrimoniale i primi, numero di lavoratori dipendenti il secondo.

I parametri scelti dalla Commissione Europea hanno il vantaggio di essere facilmente identificabili e quantificabili. Ciascuno a modo loro riesce a descrivere il valore d'affari dell'impresa, ma hanno delle importanti limitazioni come, ad esempio, essere soggetti a fluttuazioni (per fatturato e attivo patrimoniale) oppure non considerare aspetti qualitativi determinanti per avere considerazioni complete sull'impresa (il numero di dipendenti non tiene conto di alcune differenze come tra manodopera, impiegati o quadri).

Tabella 1, Classificazione Imprese UE, elaborazione propria

Categoria di Impresa	Lavoratori Dipendenti	Fatturato	Attivo Patrimoniale
Grandi	$X > 250$	$X > 50$ mln di euro	$X > 43$ mln euro
Medie	$50 < X < 250$	$X < 50$ mln di euro	$X < 43$ mln euro
Piccole	$10 < X < 50$	$X < 10$ mln di euro	$X < 10$ mln euro
Micro	$X < 10$	$X < 2$ mln di euro	$X < 2$ mln euro

In Italia la distribuzione delle imprese non è equa all'interno del territorio nazionale, e questo vale anche per le PMI. La dimensione della regione, il numero di abitanti e la posizione geografica rimangono aspetti che continuano a influenzare le statistiche a riguardo. Guidano infatti la classifica Lombardia e Lazio, seguite da Veneto, Emilia-Romagna e Campania.

⁵ Note sintetiche sull'Unione Europea, Parlamento Europeo, 2023

⁶ Per fatturato annuo si intende la voce A.1 del conto economico redatto secondo le vigenti norme del Codice civile, ovvero l'importo netto del volume d'affari che comprende gli importi provenienti dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi rientranti nelle attività ordinarie della società, diminuiti dell'imposta sul valore aggiunto e delle altre imposte direttamente connesse con il volume d'affari.

Lasciando da parte la geografia delle imprese italiane e focalizzandosi sulla natura di esse, attraverso i dati ISTAT i numeri evidenziano una preponderanza del settore del commercio (1.045.501 imprese sul totale, il 23%). Seguono il macrosettore delle attività professionali, scientifiche e tecniche, vicino al 19% (consulenza, contabilità, marketing) e il settore delle costruzioni (11,4%)⁷ (ISTAT 2021).

Seguendo la demografia delle PMI in Italia, il passato recente post pandemia aveva fatto registrare un dinamismo senza precedenti, facendo sperare in una ripresa della crescita in linea con il trend pre-pandemico iniziato nel 2015: infatti nel 2021 le imprese presenti nel territorio italiano che non avevano precedentemente depositato bilanci e che rientravano nei parametri di PMI erano aumentate del 6,6%, raggiungendo un picco massimo nella serie storica⁸ (Cerved 2023), arrivando a 163.794.

Tuttavia, a riprova della volatilità e della fragilità di queste, le stime riportano una diminuzione del 1% nel 2022 del numero assoluto di PMI: questo calo va attribuito sia ad un minor numero di imprese che rientrano nei confini che delimitano la definizione di piccola-media impresa, sia ad un saldo negativo tra nuove e soccombenti società.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023



Figura 2, Valori assoluti e tassi di crescita delle PMI

⁷ Fonte ISTAT 2021

⁸ Rapporto Cerved PMI 2023, pagina 50

Spostando l'analisi a dati più recenti si nota come nella prima metà del 2023 i dati sull'andamento demografico delle PMI italiane sia in sofferenza e faccia registrare una preoccupante inversione di tendenza con difficoltà finanziarie diffuse. Dopo il citato calo di imprese in termini assoluti del 2022, seppur lieve, i numeri che riguardano la natalità delle imprese sono molto più preoccupanti. Per lo stesso anno si parla di una picchiata del 10,6%.

Nei primi mesi dell'anno 2023 la nascita di nuove imprese prosegue in questa flessione, risentendo di un clima di incertezza geopolitica ed economica, con l'incremento del costo del debito dovuto agli aumenti dei tassi da parte delle banche centrali e la forte inflazione che ha caratterizzato questo biennio, abbassando le aspettative future. Nello specifico le nascite sono state in flessione del 2,3% su base annua, con una contrazione molto significativa nel settore edilizio (-8%), il maggiormente colpito dai rialzi dei tassi d'interesse applicati dalla BCE. In concomitanza, nel corso del 2023, si è registrato un notevole aumento delle chiusure di impresa per le PMI, segnando la prima crescita significativa dal primo semestre del 2019. Questo incremento si attesta al 33,3%, con un aumento del 25,5% nei casi di fallimento e del 36% per le liquidazioni in bonis⁹. (Cerved 2023)

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

Vere nuove società di capitali per forma giuridica
Valori assoluti, tasso di crescita



Figura 3, Calo della natalità d'impresa

⁹ Gli Accordi in Bonis sono degli accordi negoziati tra un'azienda e i suoi creditori, volti a risolvere temporaneamente una situazione di crisi economica dell'azienda, attraverso la definizione di un piano di ristrutturazione del debito e di un piano di ripresa dell'attività.

Come si può intuire anche dalla *Figura 3*, il calo della natalità imprenditoriale è da attribuire totalmente alle Srl semplificate, che hanno visto ridursi del 7,9% il loro tasso di crescita, mentre le società di capitali di tipo tradizionale registrano un incremento del +1,7% (Cerved 2023). Questo dato risulta fondamentale non solo per capire la demografia delle imprese italiane, ma anche per poter fare previsioni e avere aspettative future su tassi di crescita e ambizioni delle stesse: l'entità del capitale sociale con cui un'impresa decide di iscriversi in Camer di Commercio è un indicatore non trascurabile sulle intenzioni future dell'iniziativa imprenditoriale.

Da quando l'istituto delle SRL semplificate è entrato nell'ordinamento italiano si è osservato un graduale aumento di imprese nate con un capitale sociale inferiore ai 5000€. Ritornando ai pregi e difetti delle PMI e al loro basso livello di capitalizzazione questa statistica ne è la controprova: nel biennio 2020/21, l'incertezza causata dalla pandemia e dal successivo periodo di assestamento aveva portato a una selezione delle nuove imprese, determinando un aumento della quota di nuove società con un capitale versato superiore a 5 mila euro. Nel 2021, questa percentuale aveva raggiunto il suo massimo dal 2012, attestandosi al 38,7%. Nel 2022, si è verificata una interruzione di tale tendenza, con un aumento relativo delle nuove imprese con minor potenziale di crescita, riportandosi ai livelli registrati nel 2015 (63,3%) (Cerved 2023).

I dati relativi al primo semestre del 2023 confermano questa tendenza, con la percentuale di società con un capitale versato maggiore in ulteriore diminuzione, collocandosi al 34,7% del totale delle nascite.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

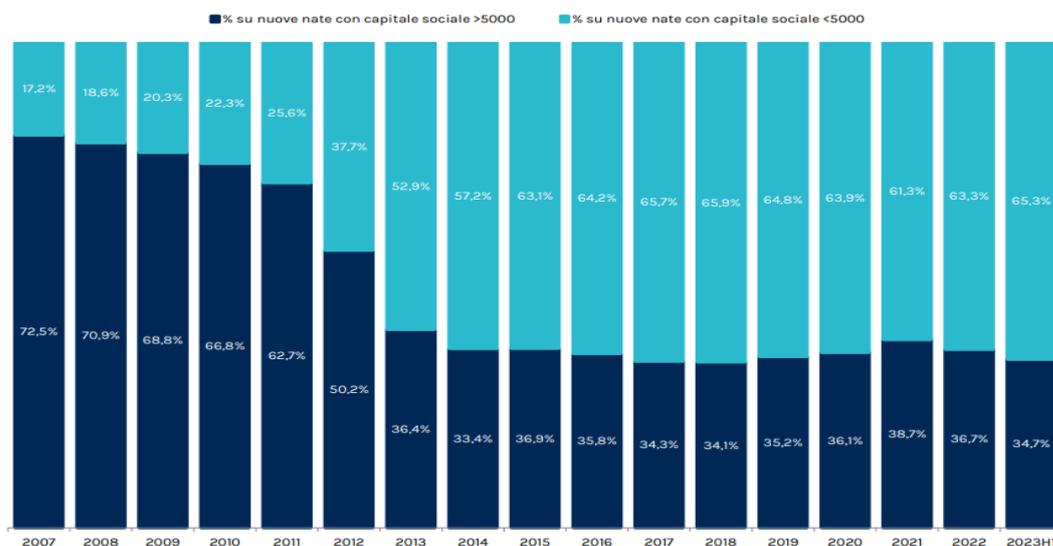


Figura 4, Società nate per capitale versato

Dopo la natalità degli ultimi anni è importante inoltre analizzare le chiusure d'impresa per inquadrare compiutamente la panoramica delle PMI. Nell'ultimo quinquennio lo scenario macroeconomico è mutato profondamente e con esso anche la sopravvivenza delle piccole e medie imprese. La crescita economica iniziata nel 2015 e che andava piano piano rallentando nel 2019, si è schiantata contro la crisi sanitaria prima, ed economica dopo, dovuta al Covid-19. Gli effetti devastanti dello shock economico dovuti dalle numerose chiusure forzate e la limitazione degli spostamenti sono stati in parte attenuati dalle azioni in soccorso delle imprese attuate dalla pubblica amministrazione, le quali hanno condizionato in positivo il ricorso a procedure per le imprese in difficoltà nel biennio 2020-2021. Questa tendenza ha proseguito nel 2022, presumibilmente a causa del momento positivo successivo alla recessione pandemica. Tuttavia, nel 2023 si verifica una inversione di tendenza, con un aumento delle chiusure d'impresa per la prima volta dal 2019. Nel 2022, 2.829 imprese di piccole e medie dimensioni hanno avviato procedure di chiusura, registrando una diminuzione del 13,3% rispetto all'anno precedente. Nel primo semestre del 2023, si osserva invece una forte inversione di tendenza, con un aumento del 33,3% delle chiusure d'impresa che si attestano a 1.513 unità. Questo fenomeno è particolarmente evidente nell'industria, con un aumento del 70,8%. Nella *Figura 5* si nota come le chiusure d'impresa dopo anni in discesa post pandemia, abbiano iniziato a risalire nel primo quadrimestre del 2023.

Fonte Rapporto Cerved PMI 2023

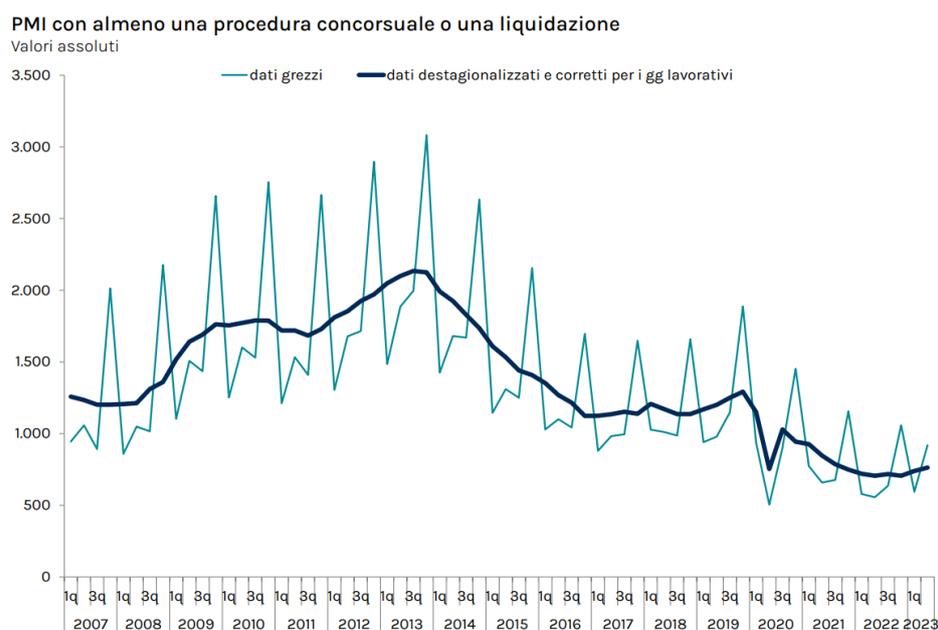


Figura 5, Andamento chiusure PMI

Scendendo nello specifico, il recente aumento delle procedure legate ad ogni tipologia di chiusura d'impresa è tuttavia caratterizzato da una fattispecie trainante che è quella delle liquidazioni, aumentate nei primi sei mesi del 2023 del 36% rispetto alla medesima finestra temporale dell'anno precedente. In aumento anche i fallimenti del 25,2%. L'analisi settoriale sottolinea le sfide significative nel settore industriale, con variazioni particolarmente elevate sia per le liquidazioni volontarie (+55,4%) sia per i fallimenti (+50,6%). Al contrario, nei settori delle Costruzioni e dei Servizi, gli incrementi sono più moderati.¹⁰ (Cerved 2023)

¹⁰ *Rapporto Cerved PMI 2023, pagina 66*

1.2 Politiche finanziarie delle PMI

Molti economisti e studiosi della materia affermano come l'Italia non potrà mai essere un Paese capace di essere sede di grandi imprese per via di numerosi fattori: l'incapacità di attirare investitori esteri, la precedentemente descritta demografia imprenditoriale, ma soprattutto perché il grande motivo di successo della imprenditoria italiana è da ricercare nei vantaggi strutturali di uno Small Business.

Tra questi la già citata capacità di avere una struttura produttiva snella e flessibile, capace di offrire al mercato prodotti o servizi altamente specializzati senza perdere però la capacità di mutare forma e proposta in base alle contingenze esterne.

Anche dal punto di governance, la tipicità delle PMI è di essere altamente centralizzate, con uno scarso grado di divisione tra chi detiene i poteri gestori e di controllo rispetto alla proprietà della stessa, consentendo di adeguarsi ai cambiamenti molto velocemente, senza avere la necessità di trovare il consenso di più controparti prima di poter attuare un qualsiasi cambiamento: come sarà approfondito meglio successivamente questa caratteristica porta a numerose manchevolezze, specie lacune a livello manageriali.

La attuale situazione macroeconomica di continua incertezza e dettata da cambiamenti repentini ha portato le PMI, grazie appunto ai già menzionati vantaggi, a potersi difendere dagli scossoni esterni soprattutto da un punto di vista di protezione della propria fetta di mercato.

L'altro lato della medaglia di questo scenario è la storica incapacità italiana di far evolvere PMI di successo e redditizie nello step successo di grandi imprese, capaci di competere con multinazionali internazionali di Paesi di antica industrializzazione come Germania, USA o Giappone. Già a metà del secolo scorso era evidente questo ritardo italiano alla corsa al progresso, tant'è che l'economista Giorgio Fuà ne scrisse a riguardo in innumerevoli paper, additando come principali mali della lentezza italiana due coesistenti mancanze: quella organizzativa-imprenditoriale e quella delle "social capabilities"¹¹ (Garofoli 2017).

Per rincorrere questo processo di industrializzazione e crescita sarebbe necessaria oltre alla precitata predisposizione organizzativa e attitudinale, anche una struttura finanziaria coerente con la possibilità di investire.

Uno degli scopi prefissati di questa tesi è anche quello di illustrare come il modello italiano delle PMI per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario sia ancorato a pensieri

¹¹ Garofali., *I maestri dello sviluppo economico*, Franco Angeli, Milano, 2017.

superati e in parte legati alla dimensione familiare delle imprese in questione.

Nello scenario delle PMI italiane, infatti, il ricorso a nuovo equity per cercare di accrescere la propria attività è visto con diffidenza, le principali fonti di finanziamento restano i risultati aziendali il flusso di cassa che si riesce a creare e il ricorso a debito.

Per trasportare questi concetti alla contemporaneità si può analizzare la situazione di liquidità delle piccole e medie imprese italiane illustrata nel rapporto Cerved 2023, ma prima di poter parlarne è necessario introdurre il concetto di fabbisogno finanziario.

Inoltre, ciascuna azienda, di qualsiasi grandezza, affronta all'interno del suo periodo di vita periodi di illiquidità (inteso come carenza di moneta): questo è dovuto al naturale ciclo economico caratterizzato da entrate monetarie che sono sempre successive alle uscite, i ricavi sono sempre consecutivi a investimenti e costi.

Il fabbisogno finanziario può essere quindi riassunto come l'ammontare di risorse finanziarie fondamentali per un soggetto economico al fine di continuare normalmente la propria attività. Affinché questo avvenga e che questo possa competere all'interno del mercato in modo profittevole, è necessario che sia attuato un controllo costante sul livello di fabbisogni necessari e che le fonti di finanziamento da cui si attinge siano equilibrate e coerenti con il business in questione.

Il fabbisogno finanziario è un concetto dinamico che fluttua all'interno della vita di un'impresa ma anche solo all'interno di un qualsiasi breve periodo. Il compito dell'impresa è studiare il range entro il quale questo si muove e riuscire a rispettarne i limiti.

Il valore minimo è determinato dal capitale disponibile all'azienda in qualsiasi momento per garantire la sua sopravvivenza, mentre il massimo corrisponde al fabbisogno necessario durante i periodi in cui si raggiungono i livelli più alti di efficienza economica, consentendo all'azienda di perseverare massimizzando l'utilizzo efficiente delle risorse. In questo risiede lo scopo principale dell'area finanza di un'impresa: riuscire a trovare una combinazione funzionale di strumenti per soddisfare le naturali necessità della gestione ordinaria e permettere all'attività di investire propriamente senza cadere in squilibri finanziari.

Ogni impresa quindi si deve porre costantemente il dubbio di quale fonte di finanziamento ricorrere, sia per avviare l'attività, sia nel corso del proprio ciclo. Possiamo dividerle in due macrogruppi:

- Fonti interne: capitale proprio e autofinanziamento
- Fonti esterne: capitale di terzi

Con fonti interne si intende il capitale apportato dall'imprenditore o dai soci stessi al momento della costituzione dell'attività o in momenti successivi; oppure con autofinanziamento si descrive la capacità dell'impresa di generare le finanze necessarie al fine di sostenere le naturali necessità della gestione corrente.

Al fine di riuscire a creare flussi soddisfacenti per autofinanziarsi l'impresa necessita di una oculata gestione del capitale circolante netto operativo: le politiche delle scorte, dei debiti e dei crediti commerciali, determinano il flusso di cassa operativo (cash-flow) creato o assorbito dalla gestione corrente dell'azienda¹². (Dessy A. 2001)

Come già citato precedentemente il ciclo monetario di un'impresa è asimmetrico e per poter sorreggersi nel breve periodo necessità di fonti di finanziamento esterne, ma nel lungo periodo deve riuscire a creare flussi di cassa positivi, altrimenti l'impresa non ha natura di esistere.

Per analizzare la capacità delle PMI italiane di creare autofinanziamento si può partire da un'analisi sul loro livello di liquidità per il biennio 2021-2022. Questo può essere considerato per loro un ottimo periodo dal punto di vista di generazione di flussi di cassa, il rapporto tra cash flow e attivo si è attestato ai massimi storici dal 2007 ad oggi: in particolar modo per le piccole imprese grazie ad un aumento considerevole degli utili. Queste buone notizie, tuttavia, non vogliono imputare un vantaggio economico esclusivo delle PMI, poiché le imprese di grandi dimensioni sono riuscite a produrre un indice ancora superiore partendo da un rapporto utile/fatturato inferiore¹³. (Cerved 2023)

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

(Dati anno 2022)	PMI	Piccole Imprese	Medie Imprese	Grandi Impresa
Rapporto Utile/Fatturato	4,5%	4,6%	4,3%	4,2%
Rapporto Cash Flow/Attivo	7,2%	7,1%	7,4%	7,6%

Tabella 2, Elaborazione Personale

Come già accennato però, l'autofinanziamento non può essere considerato

¹² DESSY A., VENDER J., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, EGEA, Milano 2001.

¹³ Rapporto Cerved PMI 2023, 22

dall'imprenditore l'unica fonte di finanziamento, sia per coprire le necessità del breve periodo per le quali vengono aperte linee creditizie con gli intermediari finanziari, sia per il lungo periodo, per riuscire ad effettuare gli investimenti necessari all'impresa per rinnovarsi e crescere.

In questa ottica va sottolineato come la capacità di riuscire a creare un flusso finanziario positivo risulta un'importante arma per avvantaggiare l'accesso ai canali creditizi; difatti il finanziamento tramite capitale di terzi ha un costo che: tanto è maggiore la capacità dell'impresa di autofinanziarsi e mostrarsi solvente agli occhi del creditore, tanto sarà minore e facile da raggiungere.

Stiamo parlando di operazioni come l'apertura di mutui passivi, prestiti obbligazionari o fidi bancari: tutti strumenti in cui l'impresa decide di reperire fonti di finanziamento da operatori del mercato esterni alla stessa, i quali verranno ripagati con tassi d'interesse fissi o variabili a seconda degli accordi contrattuali tra le parti.

Al fine di avere un sano equilibrio tra fonti di finanziamento, l'impresa deve aver appurato tramite un'analisi sul proprio fabbisogno aziendale se le coperture adottate sono consone alla struttura della stessa. Si parla in questo caso di struttura finanziaria. Nel panorama delle PMI un basso livello di management porta spesso a una scarsa conoscenza dell'impresa a livello finance e quindi a potenziali rischi sulla sua redditività. Spesso le analisi effettuate si fermano al calcolo dell'indice di indebitamento¹⁴, che però ad oggi è uno strumento parziale e solo indicativo. Dalle informazioni ricavate dal Rapporto Cerved sulle PMI 2023 infatti le aziende italiane dipendono in maniera considerevole dal canale bancario e questo non giova alla loro redditività. I dati riportati nella figura sottostante aiutano anche a capire come ciò non sia necessariamente una notizia positiva: un'alta dipendenza dal sistema bancario si traduce in alti oneri finanziari per l'impresa; se il debito sottoscritto non crea un ritorno soddisfacente diventa infruttifero.

¹⁴ Il tasso o indice di indebitamento è un valore che misura il rapporto tra le passività e il patrimonio di un'azienda

Composizione dei cluster per indebitamento

	Numero	%
Non dipendenti	96.453	57,0%
Moderatamente dipendenti	66.058	39,1%
Fortemente dipendenti	6.618	3,9%
Totale	169.129	

Fatturato per classe di indebitamento bancario

Valori %



Figura 6, Rapporto tra indebitamento e fatturato nel triennio 2020-2022

Per misurare il rendimento di un debito possono risultare molto utili alcuni indici di bilancio come il ROD o il ROI. Il primo (*return on debt*) misura l'efficienza finanziaria di un'azienda, mettendo a rapporto il reddito netto e i debiti contratti. Questo indice non misura in maniera diretta le performance dell'impresa, ma consente all'imprenditore di comprendere meglio quanto queste siano influenzate dai costi degli oneri finanziari derivanti dall'indebitamento¹⁵ (Headvisor s.d.). Il secondo invece (*return on investment*) è un indice di redditività che misura la remunerazione del capitale investito dall'azienda, ponendo a rapporto il profitto creato dalla gestione caratteristica con il capitale investito netto operativo (gli impieghi caratteristici al netto di ammortamenti e accantonamenti)¹⁶ (IONOS s.d.). Riuscire a calcolare questi due indici e riuscire a metterli a confronto per l'azienda è una grande opportunità di analisi: nel momento in cui il ROI sia maggiore al ROD l'impresa ha la possibilità di indebitarsi ulteriormente in modo profittevole.

Da quanto descritto e collegato alla *Figura 6*, si denota come le aziende maggiormente dipendenti dal sistema bancario abbiano risentito maggiormente lo shock finanziario dallo scenario pandemico: il fatturato delle imprese maggiormente dipendenti è più che dimezzato rispetto a quello di imprese moderatamente dipendenti. Nonostante un buon recupero nel biennio successivo il recupero messo in atto non è sufficiente a recuperare il

¹⁵ Headvisor, ROD-Indice di redditività

¹⁶ IONOS, Startup Guide, ROI

deficit accumulato nel 2020.

Nello scenario macroeconomico attuale una posizione di sovraindebitamento risulta ancora più pericolosa per l'impresa rispetto ad un periodo di politiche monetarie espansive. Dato l'aumento senza precedenti dell'inflazione (almeno da quando esiste la moneta unica in Europa) la Banca Centrale Europea si è trovata costretta ad attuare una politica economica restrittiva attraverso più strumenti: nel 2022 è stato interrotto il piano *quantitative easing*¹⁷ APP¹⁸ (Finanza.com s.d.) ed è iniziato il cosiddetto *quantitative tightening*¹⁹, ma soprattutto sono aumentati i tassi d'interesse (ultimo aggiornamento comunicato dalla BCE riferiva come i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sarebbero rimasti invariati rispettivamente al 4,50%, al 4,75% e al 4,00%)²⁰. (Banca Centrale Europea 26 ottobre 2023)

La conseguenza di queste azioni da parte dei policy maker consiglierebbe le imprese italiane di alleggerire la loro dipendenza da capitali di terzi, e di evitare in caso fosse necessario dei tassi di interesse variabili: tutto questo sembrerebbe non avvenire.

Fonte Rapporto Cerved PMI

Debiti finanziari per classe dimensionale
Valori %

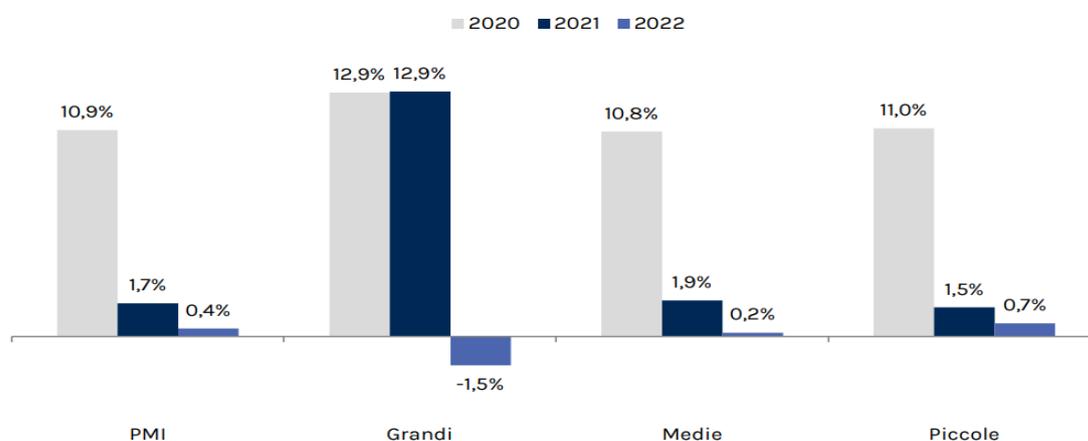


Figura 7, Variazione dei debiti finanziari per classe dimensionale

¹⁷ Per aumentare la quantità di moneta presente nel sistema, la Banca Centrale ha acquistato dal 2008 al 2015 titoli/obbligazioni in circolazione nel mercato secondario senza stabilire la data in cui sarebbe andata a rivenderli. È stato uno strumento utilizzato quando i tassi d'interesse sono vicini a zero e la Banca Centrale ha pochi margini di manovra sul tasso di riferimento. Per questo è definito uno strumento non convenzionale: di particolare efficacia poiché andò ad incidere direttamente sulla quantità di moneta presente nel mercato e non sui tassi di interesse

¹⁸ Finanza.com, "Lagarde: Quantitative easing APP finirà il 1° luglio"

¹⁹ Strumento di politica monetaria restrittiva ha lo scopo contrario del Quantitative Easing. Gradualmente la banca centrale vende gli asset acquistati negli anni in modo da alleggerire il proprio portafoglio di attività ma soprattutto diminuire la quantità di moneta presente nel mercato.

²⁰ Banca Centrale Europea, Comunicato stampa 26 ottobre 2023

Le imprese italiane dal 2020 ad oggi continuano ad indebitarsi anche se in termini reali la frenata è evidente: le politiche monetarie della BCE stanno iniziando a farsi sentire sulle spalle delle imprese italiane che hanno iniziato a rallentare la propensione agli investimenti.

L'incidenza degli oneri finanziari sulla capacità di creare profitto da parte delle imprese è evidente dallo studio sui bilanci delle stesse. Nel periodo tra il 2007 e il 2021, le politiche monetarie espansive attuate dalla BCE avevano fatto in modo che il peso degli oneri sul MOL si fosse più che dimezzato; tendenza che si è invertita dal 2022 e dal cambio di rotta voluto da Francoforte.

Fonte Rapporto Cerved PMI

Oneri finanziari/MOL per classe dimensionale
"Valori %"

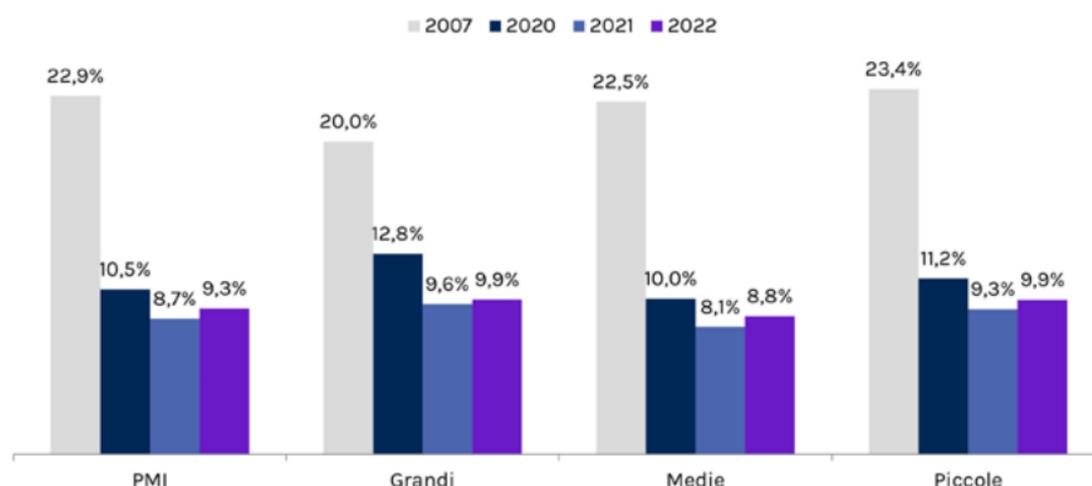


Figura 8, Rapporto Oneri finanziari/MOL

Per quanto riguarda la dinamica settoriale l'incidenza degli oneri rimane tendenzialmente eterogenea con il settore edile maggiormente colpito, seguito da agricoltura e servizi.

Il valore rimane storicamente basso e per ora non preoccupante, segna però una rottura con il passato e un'inversione netta.

Potrebbe suggerire un'inversione di rotta per le PMI i dati riguardanti il rapporto tra indebitamento e profitti creati, così da avere un dettaglio diretto tra le due voci interessate. Dal 2020 ad oggi la reazione agli shock finanziari e i conseguenti risultati economici delle imprese è stato parallelamente opposto al loro livello di indebitamento: tanto maggiore era il livello di indebitamento nel 2020 tanto maggiore è stato il tracollo nel MOL. Per le imprese fortemente dipendenti dal sistema bancario parliamo di una variazione negativa

del 30,7%, contro un -8,6% per le imprese moderatamente dipendenti e un -3,7% per quelle non dipendenti²¹. (Cerved 2023)

Fonte Rapporto Cerved PMI

MOL per classe di indebitamento bancario

Valori %

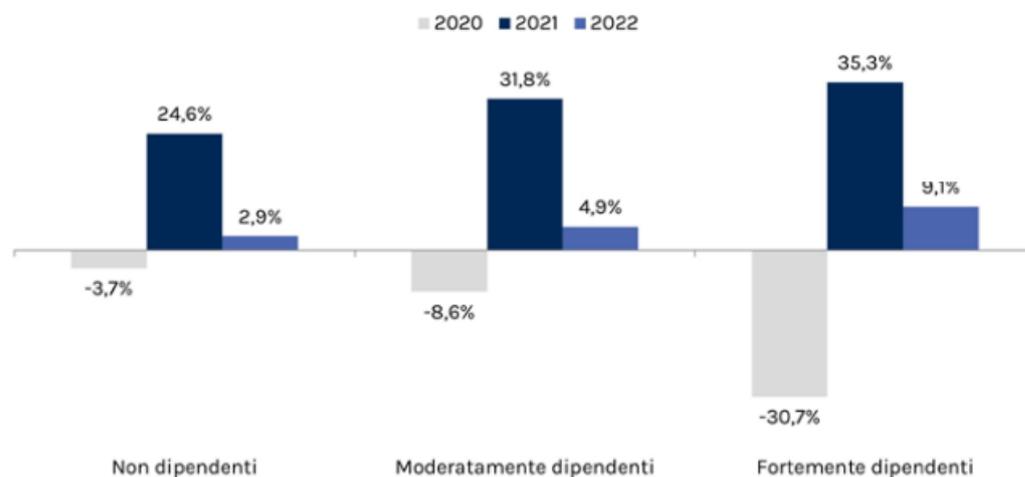


Figura 9, Rapporto MOL e indebitamento

Nonostante il rimbalzo negli anni successivi sia stato inversamente proporzionale, la crescita accumulata nel triennio premia le imprese che hanno deciso di avere una struttura finanziaria maggiormente indipendente, per le imprese maggiormente indebitate l'aumento del MOL è stato quasi la metà. Questi risultati evidenziano uno scenario tipicamente italiano in cui il segmento delle PMI e il settore bancario rischiano di trascinarsi a vicenda in una spirale negativa: la forte relazione tra banche e le PMI rende quest'ultime dipendenti e succubi dei cambiamenti di policy da parte degli istituti creditizi; d'altro canto, le banche trovano nelle PMI sì un grosso settore da cui attingere, ma anche una forte minaccia di esposizione rendendole tra le più fragili in Europa.

Questi dati dovrebbero far riflettere sulla struttura finanziaria delle PMI italiane, l'alta propensione all'indebitamento rischia di creare un circolo vizioso negativo: appurato che un aumento del debito assottiglia i margini a causa degli oneri finanziari, una azienda maggiormente indebitata diventa agli occhi degli operatori finanziari più vicina al fallimento e quindi potenzialmente insolvente, il che rende per l'impresa la possibilità di reperire risorse monetarie esterne più difficili e in generale più costose.

²¹ Rapporto Cerved PMI 2023

L'impossibilità di far fronte a spese incrementalmente per investimenti o periodi di shock esogeni all'attività economica senza dipendere dal sistema bancario è dettata dalla sottocapitalizzazione delle PMI italiane. Una struttura così fragile non permette all'impresa di crescere alla velocità necessaria per stare al passo con i competitor esteri e rischia di mettere a repentaglio anche la gestione corrente della stessa.

Per comprendere appieno come la struttura finanziaria delle imprese italiane sia in difetto può risultare d'aiuto confrontarla con le controparti europee.

Nel 2019 il rapporto tra debito e capitale netto era nel nostro Paese del 43,9%, decisamente maggiore del 36,8% francese, del 35% spagnolo e del 33,5% tedesco²² (Balduzzi s.d.) : di questo indebitamento si stima che circa due terzi siano imputabili a prestiti bancari.

Questi numeri vanno pari passo con il tema precedentemente citato della sottocapitalizzazione: nonostante il percorso imboccato specialmente prima della crisi pandemica fosse positivo, non regge il passo con i competitor internazionali. Dal 2011 al 2020 il rapporto tra equity e patrimonio lordo delle PMI italiane è salito da una media del 40% al 50% negli anni di ripresa rimanendo però inferiore a periodi maggiormente floridi economicamente come nei primi anni del millennio. Va detto però che nei Paesi Bassi, in Francia e addirittura in Spagna il rapporto si attesta attorno al 60%. Da qui sorgono punti di riflessione che verranno approfonditi nel prossimo capitolo, come il dubbio se sia per volontà o incapacità che le PMI non riescano a raggiungere fonti di finanziamento tramite capitale di rischio; quali sono le barriere che portano le PMI ad avere una struttura finanziaria così fragile e anche quali alternative ci sono alla situazione attuale.

²² *Le PMI sono sempre meno dipendenti dal debito, è il momento giusto per finanziarsi in modo alternativo, Gianni Balduzzi, Back to Work*

1.3 Come diminuire la dipendenza bancaria: la diffidenza italiana verso forme di finanziamento alternative

Nel sotto capitolo precedente è stato illustrato come nel panorama imprenditoriale italiano la dipendenza dal sistema bancario sia un aspetto che una percentuale enorme di imprese italiane, indipendentemente dalla loro dimensione o dal settore di provenienza. Da queste argomentazioni si è continuato attraverso l'esposizione di dati e statistiche ad assumere come un altro aspetto su cui le attività economiche italiane debbano porre rimedio per rimanere competitive nel mercato odierno sia la sottocapitalizzazione.

Nel presente capitolo si è cercato di esporre come risolvere questi aspetti e le diverse potenziali soluzioni a disposizione degli imprenditori italiani. In continuità con gli argomenti esposti precedentemente si è cercato di confrontare con le PMI italiane con i loro competitor esteri e comprendere come mai nel nostro territorio si è in una posizione di inseguitori sul campo della finanza aziendale e non di leaders.

La fragile situazione attuale delle PMI italiane descritta precedentemente è da imputare in larga parte alla difficoltà delle stesse di reperire capitale di rischio dal quale sopperire a parte dei fabbisogni finanziari necessari ad avere una crescita sana e sostenibile. Queste difficoltà prima che esogene sono endogene all'attività d'impresa italiana che è caratterizzata da limiti culturali, organizzativi e di governo. Le conseguenze più dirette sono una opacità informativa interno-esterno, un modello proprietario chiuso e un basso livello di management specializzato.

Per quanto riguarda l'opacità informativa la letteratura a riguardo²³ (Giacosa 2015)²⁴ (Carlesi 1990) descrive le PMI come incapaci prima di tutto di elaborare le informazioni raccolte nell'insieme delle attività svolte nella normale gestione d'impresa, ma anche non propense a condividerle con l'esterno. Da qui i già pochi dati disponibili rimangono chiusi a esclusività delle PMI.

In questo limite c'è anche una forte componente che deriva dall'assestamento dell'azione politica a riguardo, basti pensare alla possibilità per le piccole imprese di redigere bilancio abbreviato, potendo eludere moltissimi obblighi informativi che invece

²³ *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese, Elisa Giacosa, Franco Angeli.*

²⁴ *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa, Giappichelli, Ongena (2012)*

devono ottemperare le imprese di maggiore grandezza o le imprese quotate.

Queste scelte non solo rischiano di ostacolare le PMI dal cercare di allargare la loro rete informativa ma spesso anche di intraprendere un percorso di crescita dimensionale. Questa asimmetria informativa porta a delle conseguenze negative per la PMI che quindi pagherà di più il proprio debito e farà fatica a trovare investitori interessati: valutare un progetto o studiare tutta l'azienda stessa nel suo insieme risulta molto difficile per chi sta all'esterno.

Tra le potenziali risoluzioni al problema informativo delle PMI ce ne sono di più vicine alle proprie propensioni descritte precedentemente e di più lontane: partiamo dal primo macrogruppo.

In accordo con molti studi sul tema, per superare queste asimmetrie informative le PMI dovrebbero ricercare fonti di finanziamento tramite debito privato, che sia questo commerciale o bancario: una relazione sana tra impresa e investitori non solo aumenta la necessità di pianificazione finanziaria, ma rende necessario un certo livello di analisi interna al fine di raggiungere degli standard minimi per l'ottenimento del prestito.

Il comportamento spesso poco confidenziale e riservato, notato dagli analisti del tema, che le aziende attuano nei confronti degli istituti di credito accentua la cosiddetta asimmetria informativa: questa porta sfiducia nei rapporti tra le parti coinvolte, inficiando le fonti di finanziamento dell'impresa.

Un'opportunità potrebbe essere quindi quella di cercare sempre con le banche come controparte, forme di finanziamento alternative al debito bancario: sistemi che incentivino anche il sistema bancario, sempre più saturo e congestionato, a creare nuove forme di differenziazione tramite formule alternative di investimento. Rafforzare il legame tra le due compagini, modificare la prassi per accedere al credito: tutte conseguenze di un nuovo rapporto, basato sull'attività bancaria che diventa parte attiva dell'attività d'impresa entrando nel capitale di rischio.

Usualmente però l'apertura da parte delle imprese agli intermediari finanziari è legata a eventi straordinari nella vita aziendale, come i processi di ristrutturazione del debito o di riorganizzazione operativa, che richiedono consistenti risorse finanziarie altrimenti non disponibili. In particolare, si è osservato che questa trasformazione della struttura finanziaria è caratteristica delle piccole e medie imprese coinvolte in percorsi di crescita aziendale. Per tali imprese, la necessità di realizzare una serie di investimenti innovativi

implica l'accesso a una varietà di fonti di finanziamento²⁵. (Landi 1999)

Riuscire a creare quindi rapporti più stretti obbligherebbe le PMI a prestare maggiori risorse ed attenzioni all'area finanza, dovendo ottemperare a maggiori obblighi informativi verso gli istituti di credito.

Nelle imprese italiane di piccole dimensioni generalmente la proprietà e il management coincidono, un rapporto di lunga durata e di condivisione informativa può aiutare nelle attività della gestione caratteristica, senza togliere che un rapporto di questo tipo può portare a maggiore flessibilità dall'istituto di credito per eventuali rimodulazioni delle condizioni di finanziamento.

L'assetto di governo che maggiormente rappresenta le PMI italiane è quello che viene definito familiare chiuso²⁶ (G. 1998). Si parla di imprese tendenzialmente di dimensioni contenute in cui la totalità delle quote sociali è detenuta da membri di un unico nucleo familiare.

Questa struttura presenta degli aspetti positivi, come un maggior senso di appartenenza e di conseguenza una maggior dedizione da parte del soggetto economico, ma anche dei minori costi di agenzia.

L'altro lato della medaglia è un livello di specializzazione inferiore, non dotandosi di management, e una propensione culturale ad escludere nuovi soci, i quali potrebbero interferire nella gestione aziendale: il rischio è che pur di mantenere il governo d'impresa, si precluda la possibilità di crescita per l'impresa.

Come già citato precedentemente, inoltre, l'area finanziaria è tendenzialmente poco sviluppata e le decisioni vengono prese dall'imprenditore. Questo assetto ovviamente condiziona la possibilità da parte dell'azienda di fare investimenti, sia per una propensione di analisi da parte dell'imprenditore più condizionata di un dirigente che non investe direttamente capitale, sia per una minore capacità di reperire fonti di finanziamento adeguate.

Lo scarso sviluppo nell'area finanziaria dell'impresa, invece, impedisce la ricerca di nuove fonti di finanziamento diverse da quelle considerate "tradizionali", da qui la dipendenza dal settore bancario descritta precedentemente.

²⁵ A. Landi, P. Schwizer (1996), "Il finanziamento dello sviluppo delle PMI: economicità e modalità organizzative dell'intervento delle banche nel capitale di rischio. Dall'acquisizione della partecipazione alla quotazione dell'impresa"

²⁶ Amoroso G., *L'impresa familiare*, Cedam, Padova, 1998.

Quindi si può dedurre come il limite alla crescita e alla maturazione delle PMI potrebbe derivare dalla scelta di privilegiare fonti di finanziamento interne: a differenza delle aziende di maggiori dimensioni che, con un assetto proprietario aperto, mostrano una maggiore propensione all'equity e alle fonti di finanziamento esterne.

Esiste un secondo macrogruppo di soluzioni che le PMI possono adottare per risolvere l'opacità informativa precedente descritto, un insieme di soluzioni che però si discostano maggiormente dalle abitudini e dalle consuetudini delle stesse.

Parliamo dell'ingresso nel capitale di investitori istituzionali come fondi di *Private Equity*, oppure interventi allo scopo di finanziare l'azienda attraverso operazioni di *equity crowdfunding*²⁷ o *venture capital*, oppure attraverso la quotazione ordinaria tramite IPO o tramite società veicolo nelle operazioni di SPAC²⁸. Sono tutti strumenti diversi con vantaggi e svantaggi diversi; tuttavia, accomunati dalla diffidenza che l'impresa familiare chiusa precedentemente descritta nutre nei loro confronti.

Private equity e Venture Capital vengono utilizzati principalmente in una fase di forte crescita potenziale per l'impresa che però non ha a disposizione la liquidità necessaria: vengono vendute quote della società a fondi specializzati che introducono sì fonti di finanziamento ma anche know-how. L'investimento da parte delle società specializzate è temporaneo, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati queste decidono di vendere le quote comprate precedentemente cercando di ricavarne più profitto possibile. La quotazione è uno strumento che viene utilizzato generalmente in una fase più matura dell'impresa e, salvo scenari negativi e non previsti dall'azienda nel momento della quotazione²⁹, ha carattere definitivo.

Da qui la scelta tra una o l'altra forma di finanziamento si basa sulle dipendenze della società, il suo periodo di maturazione e le prospettive future che si pone.

²⁷ *L'equity crowdfunding (o equity-based crowdfunding) è una forma di crowdfunding (finanziamento partecipativo) operata attraverso piattaforme online in cui, a fronte di un investimento anche di modesta entità, l'azienda oggetto della campagna di raccolta di capitali riconosce all'investitore un titolo di partecipazione della società stessa.*

²⁸ *Special Purpose Acquisition Company, è un veicolo di investimento, costituito da un team di promotori al fine di raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in Borsa*

²⁹ *Il delisting è la revoca dalle negoziazioni in una Borsa valori dei titoli di una società quotata.*

Fonte Elaborazione su dati Bloomberg e Aida, campione di 282 imprese su 309

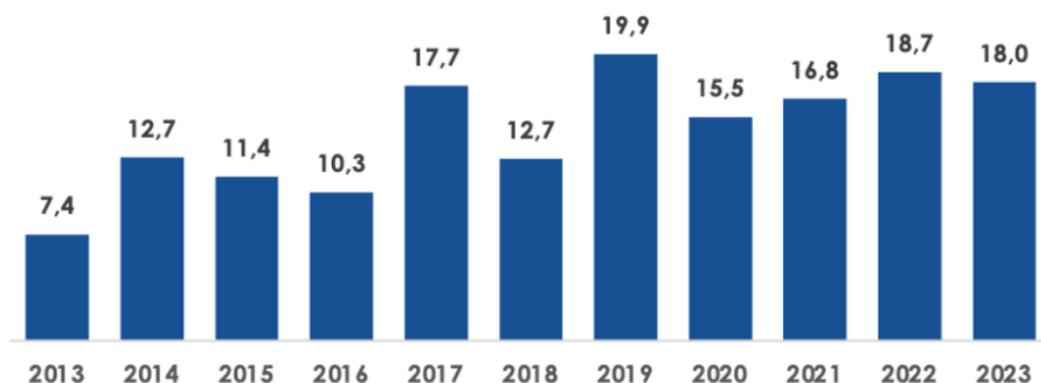


Figura 10, Età media (in anni) delle imprese al momento della quotazione

Per perseguire questa strada e migliorare l'assetto patrimoniale delle PMI è fondamentale anche un'azione politica che incentivi la ricerca di fonti di finanziamento alternative, che esulano dal sistema bancario.

I recenti Governi italiani hanno cercato di spingere il tessuto imprenditoriale ad allargare i propri orizzonti: un primo intervento è il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, art.57 "Attrattiva per gli investimenti", nel quale un insieme di incentivi che fino a quel momento erano esclusivi delle cosiddette "start-up innovative" diventano applicabili anche dalle PMI al fine di avvicinare le quote sociali delle imprese al mercato di capitali, tra questi aspetti ci sono:

- a) La possibilità di creazione di «categorie di quote fornite di diritti diversi»;
- b) «le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l. (...) possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso i portali per la raccolta di capitali»;
- c) viene superato il divieto assoluto di operazioni sulle proprie partecipazioni con possibilità di assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori, amministratori o prestatori d'opera.³⁰ (Abriani 2019)

Più in generale il tentativo è quello di avvicinare le società a responsabilità limitata a portali per la raccolta di capitali di rischio, con anche la possibilità di costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.³¹

Altri interventi sono stati emanati negli anni successivi, come il Decreto Rilancio³², un

³⁰ Niccolò Abriani, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. "Que reste-t-il della s.r.l.?"*

³¹ Decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50; Normattiva, *Il portale della legge vigente*

³² Decreto-legge n°34/2020

piano formato da un insieme di misure volte ad intervenire sul tessuto economico-produttivo del paese nel periodo post pandemico che garantiscono aiuti, liquidità e agevolazioni fiscali. In particolare, lo scopo perseguito era quello di “premiare”, prevalentemente attraverso agevolazioni fiscali, le PMI che avessero deliberato e poi eseguito un aumento di capitale³³. (Ministero dell'Economia e delle Finanze 2020)

Un'altra agevolazione per incentivare la patrimonializzazione delle PMI è presente nella legge di bilancio 2023, infatti è stato implementato quello che viene chiamato “Bonus IPO”: un incentivo fiscale rivolto alle piccole e medie imprese che decidono di quotarsi in borsa, ma di questo atto normativo ne parleremo più approfonditamente in seguito.

Nonostante i tentativi descritti, la diffidenza delle PMI italiane verso il mercato borsistico è notevole, il che ci pone in una situazione di inseguitori nella materia.

Fonte: Elaborazioni su dati raccolti da Borsa Italiana, ANSA, Statista.com, Bolsa y mercado espanoles, London Stock Exchange, reports

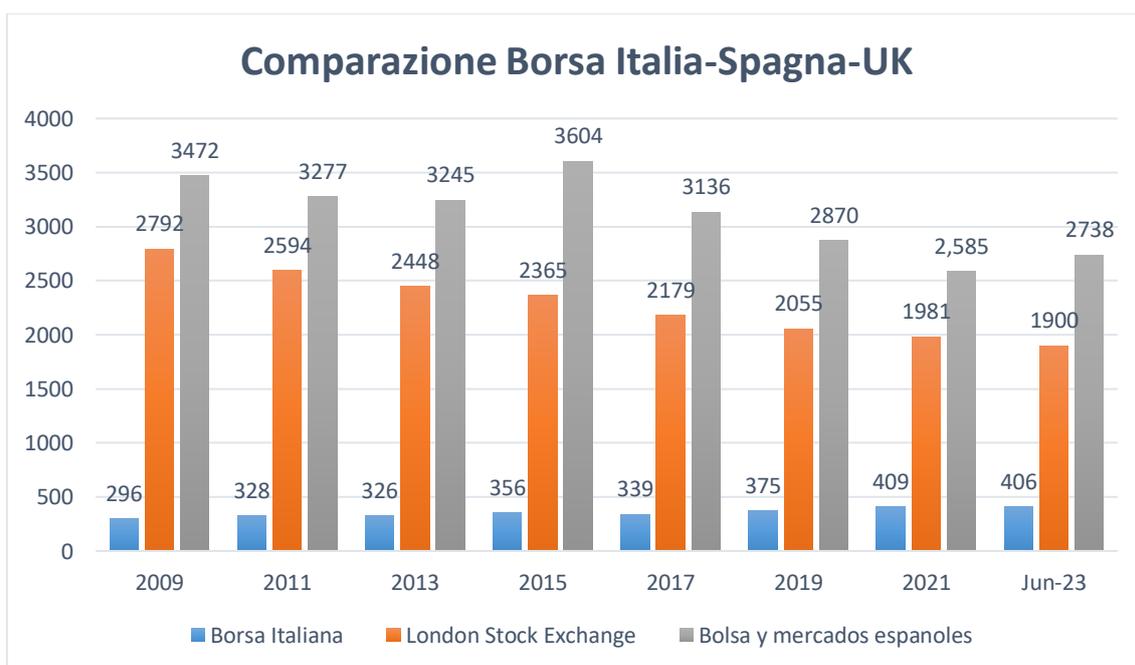


Grafico 1 Numero di Aziende quotate nel mercato italiano, spagnolo e inglese, per le imprese quotate nel mercato inglese non sono stati reperiti dati oltre giugno 2023.

La diffidenza degli imprenditori italiani verso il mercato borsistico è culturale prima ancora che organizzativa, ma questi due aspetti sono tra loro concatenati. Citato il modello

³³ *Sostegno alla patrimonializzazione delle PMI, Al fianco delle imprese italiane, Ministero dell'Economia e delle Finanze*

di impresa familiare chiusa e di come all'interno delle PMI spesso proprietà e management coincidano, il principale timore che blocca il piccolo imprenditore dall'intraprendere il processo di quotazione è quello di perdere il governo della società. Anche cedendo quote di minoranza, la quotazione porta con sé caratteristiche intrinseche che "sfamiliarizzano" l'impresa: i cambiamenti dell'assetto patrimoniale conducono a modifiche anche nell'assetto organizzativo, talvolta andando contro le volontà dell'imprenditore.

Fonte: Elaborazione su dati raccolti su BORSITA ITALIANA, Comunicati Stampa, BME BOLSA Y MERCADOS ESPAÑOLES, Publicaciones y Estadísticas, Boletines e informes de mercado, London Stock Exchange, Euronext.com, Statistica.com, Reuters.com

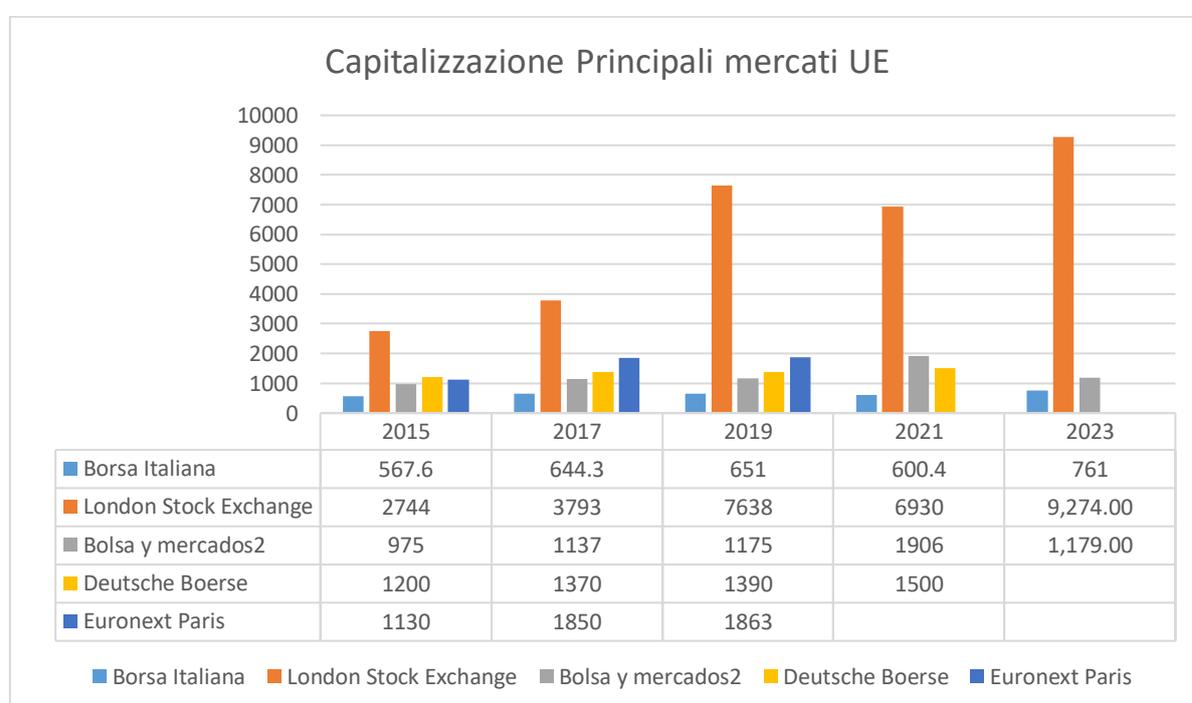


Grafico 2 Capitalizzazione dei principali mercati europei, valori in Miliardi di €, per Deutsche Boerse non è stato possibile reperire i dati alla chiusura del 2023, per Euronext Paris i dati alla chiusura del 2021 e 2023

Dopo aver descritto in questo capitolo il tessuto italiano delle PMI ed aver evidenziato i limiti soprattutto sotto l'aspetto della struttura finanziaria e delle fonti di finanziamento adottate, nel successivo si cercherà di descrivere i vantaggi della quotazione e perché potrebbe essere uno strumento adatto alla crescita delle PMI; il mezzo adeguato che si andrà a definire è il mercato di borsa Euronext Growth Milan.

Fonte: Borsa Italiana, analisi e statistiche, mercati, Euronext.com, bmegrowth.es, londonstockexchange.com e deutsche-boerse-cash-market.com, de.statistica.com, Euronext Growth Paris.

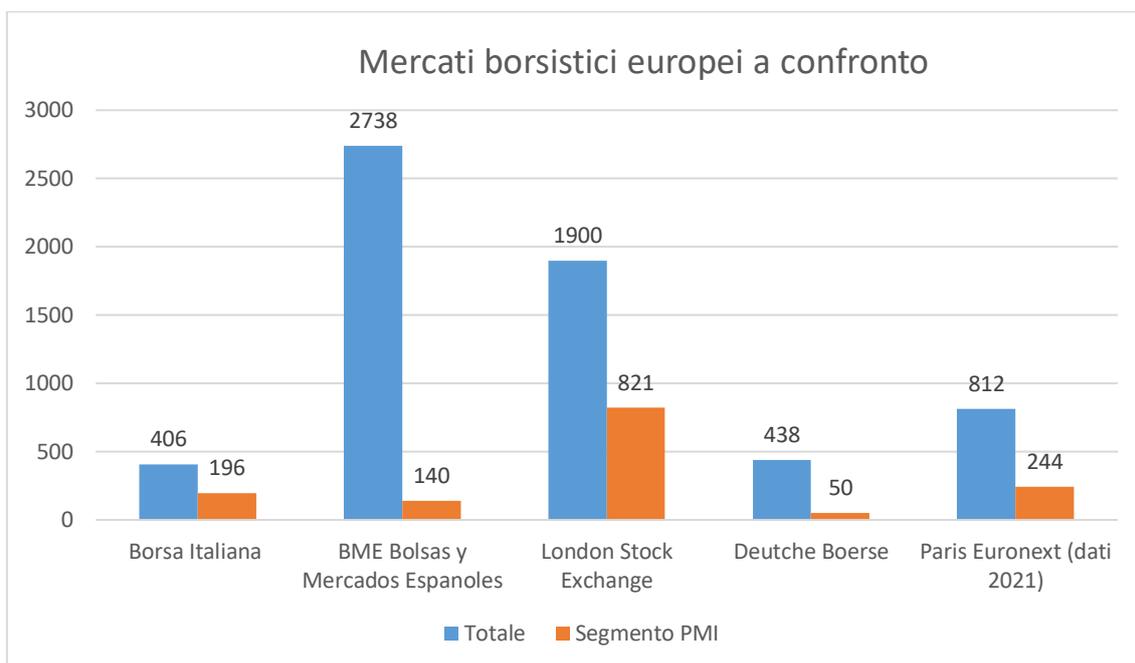


Grafico 3 Confronto tra società quotate nel mercato nazionale totali e nel segmento dedicato alle PMI. I numeri sono presi in base agli ultimi dati disponibili e risalgono a giugno 2023, tranne per i dati francesi, i quali risalgono alla fine del 2021. Ogni Paese ha le sue caratteristiche specifiche ma è in Spagna che lo scenario macroeconomico è maggiormente comparabile con quello italiano: le PMI rappresentano il 65% del PIL e impiegano l'80% della forza lavoro

Capitolo 2) LA QUOTAZIONE PER LE PMI: EURONEXT GROWTH MILAN

2.1 Vantaggi e oneri della quotazione

Nel precedente capitolo descrivendo la struttura finanziaria delle PMI italiane si è analizzata la diffidenza delle stesse verso l'apertura ai mercati borsistici, imputando questa responsabilità ad aspetti culturali, politici ma principalmente alla mancanza di una struttura societaria preparata a compiere questo percorso.

In questo capitolo verranno elencati e analizzati i vantaggi teorici che si ricercano nella quotazione e come questi possono influire nella crescita delle imprese italiane.

Per riuscire a capire al meglio come un processo così ampio possa influenzare in positivo più controparti risulta utile spezzettarlo: parliamo quindi di vantaggi per l'impresa e vantaggi per azionisti e manager. Inoltre, è importante evidenziare come la quotazione in Borsa non sia un'operazione di finanza straordinaria, ma l'inizio di un processo di ampio respiro: il primo passo per un ridimensionamento dimensionale e industriale. Va considerata un acceleratore per la crescita e lo sviluppo dell'impresa, per allargare gli orizzonti della stessa e creare valore per gli azionisti.

I vantaggi che cerca di acquisire l'azienda tramite la quotazione sono diversi e di diversa natura. Il primo che va citato è l'aspetto economico-finanziario: l'apertura a nuovo capitale di rischio porta ad un potenziamento delle disponibilità della stessa, che potrà imbastire piani di crescita o investimenti prima irraggiungibili.

Nel processo di crescita che permettono le nuove disponibilità patrimoniali non vanno considerati solo gli investimenti materiali o nuovi progetti, ma anche la possibilità di attirare i migliori talenti tecnici e manageriali possibili³⁴. (Lombardo 2011)

³⁴ LOMBARDO S., *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Giuffrè, MILANO, 2011.

Fonte: Borsa Italiana



Figura 11 I vantaggi della quotazione

La quotazione in borsa diventa fondamentale nel momento in cui l'azienda decide di arrivare a una dimensione internazionale, effettuare una scalata non solo dimensionale ma anche di giro d'affari: per competere a questo livello la quotazione permette di raggiungere capitali a sufficienza per poter costruire un piano di lungo periodo³⁵. (Geranio 2012)

Scrivono Manuela Geranio riguardo i vantaggi finanziari che caratterizzano le aziende quotate: "le imprese quotate crescono e occupano di più e meglio, investono di più in R&D, hanno strutture finanziarie più equilibrate e sono più propense al M&A." Recentemente anche la CONSOB³⁶ ha constatato che le aziende quotate hanno sperimentato tassi di crescita notevolmente superiori rispetto a quelle non quotate, manifestandosi in un aumento dei ricavi, degli investimenti e dell'occupazione. Ciò è attribuibile anche a una maggiore accessibilità al capitale di debito. Inoltre, le aziende quotate hanno dimostrato non solo una maggiore redditività, ma hanno anche affrontato in modo più resiliente gli impatti della crisi finanziaria del 2007 e della successiva recessione iniziata nel 2009³⁷. (Gioachino Amato 2021)

Tramite il portale Bloomberg Finance sono stati elaborati i dati qui sotto presenti che evidenziano come il passaggio da azienda quotata a non quotata comporti non solo un aumento dell'equity e l'ingresso in società di nuovo capitale, ma tramite tutta una serie di effetti concatenati tra loro anche un aumento del fatturato e del capitale investito all'interno della

³⁵ Manuela Geranio, 2012, "Come sarebbe l'Italia con 1000 quotate in più", Appendini, Università Bocconi

³⁶ La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (meglio nota con l'acronimo CONSOB) è un'autorità amministrativa indipendente dotata di autonomia personale giuridica e piena autonomia operativa; istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216, divenne operativa dal luglio dell'anno successivo. La Consob è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano.

³⁷ L'informazione selettiva delle società quotate nelle nuove Q&A Consob, Gioachino Amato, Nicola Pierotti, Rachel Benvenuto, Deloitte Legal

società stessa in modo da sollecitare la crescita aziendale.

Fonte: Borsa Italiana

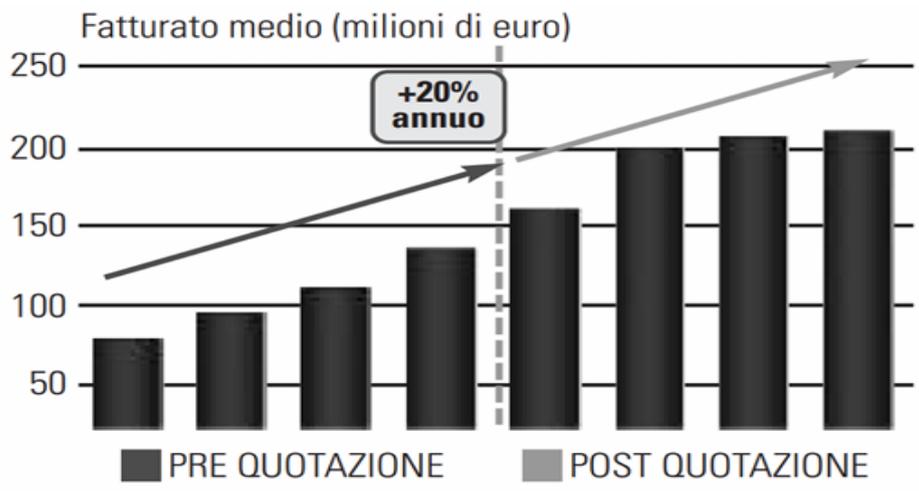
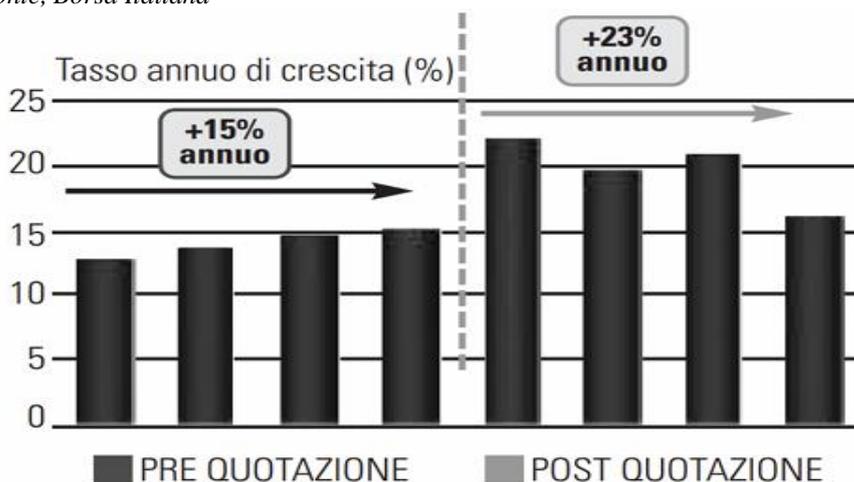


Figura 12 Andamento Fatturato Pre-Post quotazione

Ovviamente un aumento del fatturato non è un'indicazione sufficiente ad attrarre gli investitori: aiuta certamente ad aumentarne il livello di attrattività ma ciò che un potenziale azionista ricerca è prima di tutto la creazione di valore.³⁸ La quotazione va quindi considerata, tra le altre cose, come uno strumento che permette di accelerare lo sviluppo aziendale dato che permette investimenti da parte della società prima non praticabili.

Fonte, Borsa Italiana



³⁸ La capacità di generare ricchezza è essenziale per un'azienda. In termini di gestione strategica, questo viene considerato il fulcro principale dell'attività aziendale: si verifica quando i flussi di cassa futuri superano in modo significativo gli investimenti attuali.

Figura 13, Evoluzione media del tasso di investimento

Dai dati raccolti su Borsa Italiana si nota come anche il livello di leverage³⁹ si sia abbassato nelle imprese italiane successivamente alla quotazione

Fonte Borsa Italiana

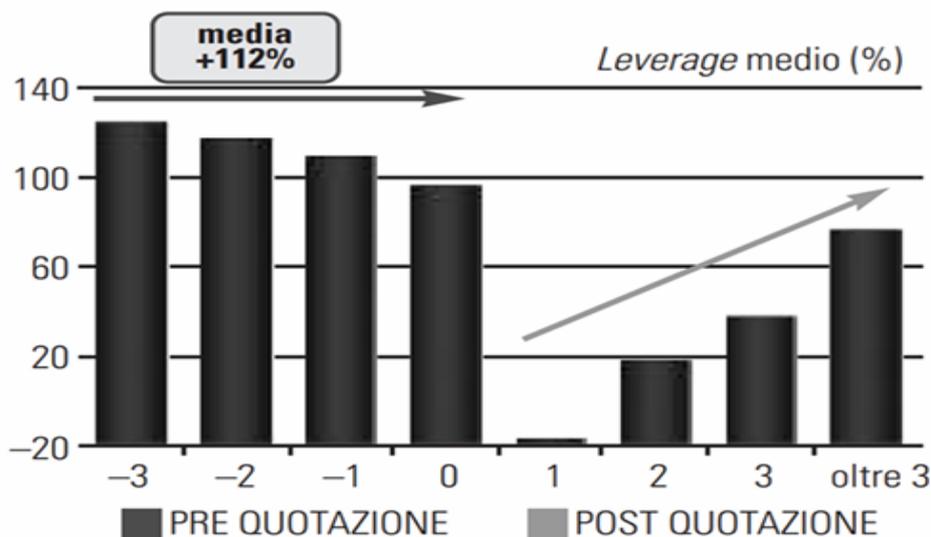


Figura 14, Livello di leverage medio pre e post quotazione

Questi risultati illustrati sono ciò che gli azionisti e i manager si aspettano come vantaggio collaterale al processo di quotazione: ciò che dal miglioramento societario si traduce in remunerazione per i soci e potenziali vantaggi economici per gli stakeholder.

Come è stato descritto precedentemente, nel contesto delle PMI italiane la proprietà e il management spesso coincidono, frenando non di molto il processo di quotazione: una separazione dei poteri e delle carriere permetterebbe di avere un imprenditore meno coinvolto in decisioni che meriterebbero un maggiore distacco, e una dirigenza potenzialmente più incentivata dal raggiungere risultati che verrebbero valorizzati in maniera opportuna.

La principale preoccupazione da parte dell'imprenditore è quella di perdere il controllo della società aprendo al mercato. Questo scenario rallenta non di poco il panorama italiano delle PMI verso mire di crescita (vedi cap. 1.3), ma l'aspetto cruciale è che non considera la complessità dell'istituto della quotazione, poiché per l'imprenditore c'è la possibilità di collocare nel mercato una quota di minoranza del capitale sociale e liquidarla, in modo tale da non perdere il governo dell'impresa, ma addirittura rientrando

³⁹ Il leverage indica il rapporto di indebitamento, ovvero il rapporto fra debiti e capitale proprio di un'impresa: specifica, dunque, quale porzione del valore dell'impresa è finanziata dai debiti

di una parte considerevole degli investimenti fatti o al più crearne profitto. In quest'ottica la quotazione può essere vista anche come strumento per il riassetto organizzativo, fondamentale in determinati casi di passaggi generazionali in cui non si voglia perdere il controllo societario da parte della famiglia.

Per quanto riguarda gli interessi del management alla quotazione è opportuno citare uno strumento premiale molto comune che dipendenti di alto rango, ma non solo, ricevono per i risultati raggiunti parliamo dello strumento delle *stock options*⁴⁰. La quotazione non solo porta strumenti fondamentali per una massimizzazione dell'impegno da parte della dirigenza, ma aiuta la PMI a “mettersi sulla mappa”, diventare appetibile da parte di professionisti che precedentemente avrebbero potuto non solo non considerare l'azienda, ma addirittura nemmeno conoscerla, uscendo dalla dinamica nota dell'impresa italiana come familiare chiusa.

In quest'ottica nella quotazione si ricercano anche dei vantaggi intangibili, l'aumento di visibilità, l'accrescimento del network di conoscenze e la sensazione verso l'esterno di azienda che cresce e si afferma. Inoltre, come verrà descritto in modo più approfondito nei prossimi paragrafi, la quotazione porta con sé un insieme di oneri, tra cui un certo livello di trasparenza informativa: questi obblighi sono sì imposti e da rispettare verso l'esterno, ovvero verso i mercati e gli organi di vigilanza preposti (CONSOB in Italia), ma diventano strumento di analisi interna, comportando una maggiore consapevolezza della propria aria finance da parte dell'impresa. Strumenti che senza l'obbligo imposto dal processo di quotazione difficilmente si sarebbero implementati.

Il processo di quotazione porta con sé anche dei costi e degli oneri, anche se sarebbe giusto considerarli degli investimenti. Ovviamente variano di mercato in mercato, dalla struttura dell'impresa, dal settore dell'impresa, la nazione in cui ha sede etc.

Ciò che differenzia e rende i costi della quotazione vantaggiosi rispetto ai costi o, meglio, agli oneri del finanziamento solo la loro natura *una tantum*: i costi di accesso al mercato sono sostenuti solo una volta, e permettono alla società di attingere al canale di finanziamento dell'equity in via permanente.

⁴⁰ Le *stock option* sono strumenti di incentivazione che vengono solitamente concessi al top management e ai membri del Consiglio di amministrazione di un'azienda oppure a dipendenti. Le opzioni concesse al dipendente sono tecnicamente assimilabili alle opzioni call di tipo americano, poiché concedono il diritto di acquisire i titoli entro un dato intervallo di tempo (scadenza opzione) e a un dato prezzo (*strike price*); Borsa Italiana

Più che come un costo, quindi, questi vanno visti come parte di un investimento. Pur essendo una spesa che va sostenuta senza dare un vero ritorno economico immediato, danno la possibilità di compiere da parte dell'impresa una ristrutturazione delle fonti di finanziamento societarie: diminuire l'indebitamento netto, implementare il ramo finance, utilizzare la quotazione come strumento pubblicitario⁴¹. (Marini 2006)

Per poter analizzare al meglio e mettere sulla bilancia i vantaggi e gli svantaggi della quotazione è opportuno classificare i costi che ne derivano. Citati i vantaggi per l'impresa, e gli svantaggi agli occhi dell'imprenditore che teme di perderne il governo, di seguito sono elencati e descritti i costi che la società deve sostenere al momento della quotazione:

- *costi fissi*, derivanti da spese obbligate dal mercato in cui la società si è quotata, principalmente nel processo di IPO⁴² e sono collegati a consulenti, revisori legali, studi legali, società di comunicazione funzionali alla quotazione; la quotazione è un'operazione di natura straordinaria per l'impresa, per questo ha necessità di rapportarsi in precedenza con professionisti specializzati; tra questi i più consistenti sono i costi di agenzia verso gli stakeholders e la banca d'appoggio che avrà l'onere di seguire l'impresa durante il processo⁴³. (Carlo Arlotta 2018)
- *costi variabili*, si tratta delle spese di commissioni relative al collocamento delle azioni acquistate dagli investitori, vengono pagate al solo esito positivo della transazione e sono pagate in percentuale all'ammontare raccolto
- *costi Borsa Italiana*, in ultima istanza c'è una fee da corrispondere alla società che gestisce il mercato finanziario nel quale l'impresa decide di quotarsi, essa dipende dalla capitalizzazione della società ammessa; per quanto riguarda Borsa Italiana la fee minima per il mercato delle imprese medio-grandi (Euronext Milan) è pari a 35.000€, per le PMI (Euronext Growth Milan) la quota scende a 15.000€. ⁴⁴ (Borsa Italiana s.d.)

Sommati tutti assieme sono costi non indifferenti, che spesso diventano una barriera

⁴¹ *Pubblicità finanziaria e quotazione in borsa. Il caso Cobra Automotive Technologies. Nicola Marini, Libera Univ. degli Studi Maria SS.Assunta-(LUMSA) di Roma*

⁴² *L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato; Borsa Italiana*

⁴³ *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali; Carlo Arlotta; FrancoAngeli*

⁴⁴ *Borsa Italiana*

all'entrata del mercato finanziario per le PMI. Nell'ottica di abbattere questa barriera si è mosso il Governo, che all'interno della legge di Bilancio 2023 ha inserito il già citato "Bonus IPO": un incentivo fiscale rivolto alle piccole e medie imprese che decidono di quotarsi in borsa. La misura consiste in un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza necessarie alla quotazione effettuate nell'anno solare 2023 dall'impresa, con un tetto massimo aumentato da 200.000€ a 500.000€⁴⁵. (Finera 2023)

Quello appena citato è solo un piccolo incentivo alla quotazione, che cerca in parte di risolvere la diffidenza degli imprenditori per quanto concerne l'aspetto economico.

Il processo di quotazione però porta con sé anche altre categorie di costi che vengono imputati come "non-monetari" poiché non comportano e quindi difficili da quantificare: sono effetti collaterali negativi della quotazione che aumentano il livello di diffidenza delle PMI verso i mercati.

Dato l'obbligo di informare i propri azionisti non solo sull'andamento dell'azienda, ma anche sui piani strategici futuri, è normale che il livello di privacy e segretezza aziendale si abbassi se comparato agli standard delle PMI italiane come imprese familiari-chiuse. Inoltre, le aziende quotate devono cercare di attrarre investitori per accrescere il valore delle proprie azioni; quindi, non è solo un obbligo quello di condividere piani di business ma anche uno strumento vantaggioso per le stesse.

A questi costi non monetari va aggiunta la graduale perdita di controllo da parte dei soci, man mano che l'azienda cresce a livello di equity di norma il management raggiunge sempre più indipendenza e non sempre decide di perseguire gli interessi degli azionisti, talvolta può essere che decida per obiettivi opportunistici di breve periodo⁴⁶. (Romano 2012)

Si può dunque assumere che il processo di quotazione porta con sé dei vantaggi sostanziali e che difficilmente sono raggiungibili con altre politiche societarie: la possibilità di raccogliere capitale di rischio, accrescere il proprio equity, ricorrere meno al sistema bancario e quindi abbassare il livello di leverage. Tutti aspetti che verranno ripresi in seguito tramite lo studio dei dati raccolti su Bloomberg.

Al fine di poter raggiungere questi risultati però la società che decide di intraprendere questo processo deve giustamente considerare e pesare il dispendio di risorse e tempo necessari.

⁴⁵ *Bonus IPO 2023: come funziona il credito d'imposta per la quotazione di PMI, Finera*

⁴⁶ *Romano G., Strategie aziendali e quotazione in borsa, Giuffrè, Milano 2012*

2.2 Euronext Growth Milan: un mercato a misura per le PMI

L'Euronext Growth Milan è il mercato italiano gestito da Borsa Italiana S.p.A. dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita. È dedicato in via primaria agli strumenti finanziari non complessi⁴⁷. (Euronext Growth Milan s.d.)

Nato il 1° marzo 2012 sotto il nome di “AIM Italia – Mercato alternativo del capitale” ha cambiato denominazione in seguito all’acquisizione del gruppo Euronext⁴⁸. Le imprese che ne fanno parte compongono l’indice di borsa FTSE Italia Growth.

È regolamentato dalla CONSOB⁴⁹ e offre alle aziende l'opportunità di accedere ai finanziamenti del mercato azionario mentre soddisfano i requisiti specifici di quotazione. Questo segmento di mercato contribuisce a sostenere lo sviluppo delle PMI italiane e a promuovere la loro crescita economica.

I mercati di Borsa Italiana sono infatti pensati per rispondere alle esigenze della più ampia platea di società con soluzioni ideate per società di ogni dimensione e appartenenti a diversi settori:

- Euronext Milan, dedicato alle imprese a maggiore capitalizzazione;
- Euronext Star Milan, il segmento titoli ad alti requisiti in termini di trasparenza, governance e liquidità;
- Euronext Growth Milan, il mercato di Borsa adatto alle PMI dinamiche e competitive che vogliono crescere attraverso la quotazione

Negli anni il segmento AIM prima, Euronext Growth Milan oggi, grazie alla sua struttura snella e alla facilità di quotazione è risultato sempre più uno strumento appetibile per le PMI vedendo crescere sia il numero di società al suo interno sia il suo market cap. Ad oggi secondo gli ultimi dati disponibili (maggio 2023 – Borsa italiana non ha redatto report completi più recenti) il numero di aziende quotate nel mercato EGM sono 196 per un giro d'affari complessivo di 9,7€ MLD secondo i bilanci dell'esercizio 2022⁵⁰. (Osservatorio PMI s.d.)

La crescente influenza dell'EGM sull'economia nazionale nel corso degli anni è sancita

⁴⁷ *Euronext Growth Milan, REGOLAMENTO EMITTENTI*

⁴⁸ *Borsa Italiana, Avviso n°31775; 27 settembre 2021*

⁴⁹ *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (meglio nota con l'acronimo CONSOB) è un'autorità amministrativa indipendente dotata di autonoma personalità giuridica e piena autonomia operativa; istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216, divenne operativa dal luglio dell'anno successivo. La Consob è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano.*

⁵⁰ *Osservatorio PMI, Euronext Growth Milan*

dai numeri: le 175 società quotate nel maggio dell'anno precedente generavano un giro d'affari totale nel 2021 di 6,8 miliardi di euro (+51% dal 2021 al 2022).

Allargando lo spettro d'analisi agli ultimi 8 anni l'evoluzione del mercato EGM è ancora più evidente: l'interesse nel mercato cresce sia dal lato delle imprese, rappresentato dall'aumento delle IPO di anno in anno, sia dal lato degli investitori, poiché l'aumento delle quotazioni è sospinto dall'apporto di capitale dei futuri azionisti.

Fonte: Azimut Direct, Report Euronext Growth Milan

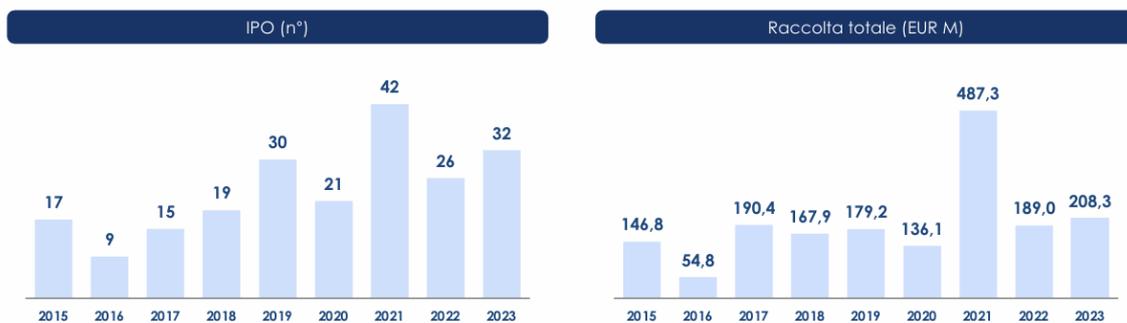


Figura 15, Nuove IPO e Milioni in euro raccolti

Dal 2015 al 2023 le quotazioni tramite IPO sono quasi raddoppiate e il capitale raccolto è cresciuto di oltre il 30%. Dietro questo aumento di società che entrano nel mercato però non vanno astenute dall'analisi le imprese che per scelta o necessità ve ne escono: più frequentemente le motivazioni sono da ricercare nell'incapacità di queste di stare al passo con i parametri richiesti da Borsa Italiana (verranno meglio descritti nel capitolo successivo); in altri casi invece il mercato EGM viene scelto solo come trampolino di lancio per puntare ad un translisting⁵¹ nel mercato principale.

Fonte: Azimut Direct, Report Euronext Growth Milan



Figura 16, Movimentazione Imprese in EGM

⁵¹ Il termine translisting identifica l'operazione condotta da una società che intenda passare da un mercato non regolamentato a un mercato regolamentato, o da un mercato regolamentato ad un altro.

Nel precedente grafico il dato sulle ammissioni al mercato include sia IPO che SPAC, Business Combination⁵² e Just Listing⁵³.

Per studiare la composizione del mercato si è riportato dal report riepilogativo dell'anno 2023 pubblicato da Borsa Italiana in dicembre, si segnala come le realtà quotate siano salite a 203, rappresentando 11 settori differenti, per un market cap totale di 8Mld.

Fonte: Borsa Italiana



Figura 17, Distribuzione settoriale per Mkt Cap

Nello stesso viene descritto come la capitalizzazione media delle aziende presenti nel mercato Euronext Growth Milan a fine esercizio 2023 sia di 40,1mln e al momento dell'IPO, mediamente le aziende hanno optato per un flottante pari al 28%.

Fonte: Borsa Italiana

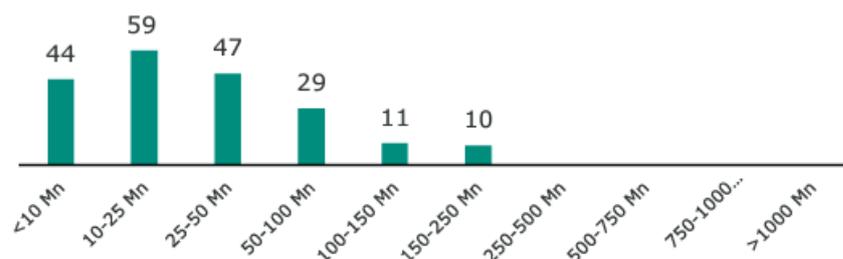


Figura 18, Range di Capitalizzazione EGM

Il 71% del mercato è costituito da aziende con ricavi inferiori a 50 milioni di euro. Il 20% delle società registra ricavi compresi tra 50 e 100 milioni di euro, mentre solo il restante

⁵² Consiste nell'unione di entità o attività aziendali distinte in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio. Ad esempio: fusione, acquisizione, scissione, conferimento d'azienda, acquisizione di partecipazioni.

⁵³ Pratica di quotazione dedicata al segmento professionale del mercato EGM, dedicata ad imprese che non hanno immediate necessità di raccolta di capitali ma che desiderano aumentare la propria visibilità nei confronti degli investitori prima di procedere con l'offerta.

9% vanta ricavi superiori a 100 milioni di euro.

Fonte: Borsa Italiana

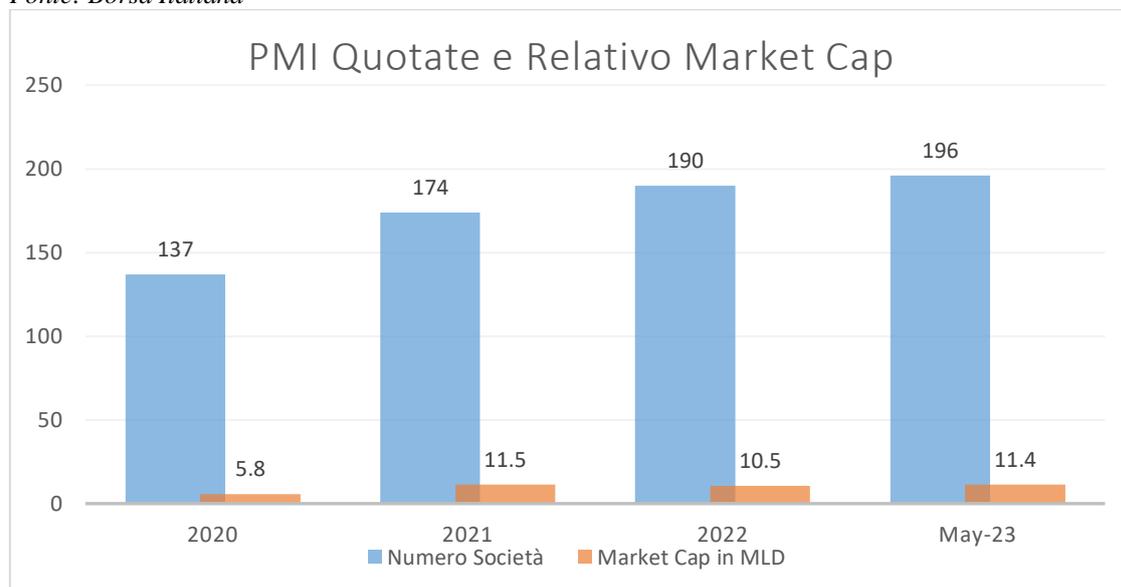


Figura 19, Numero PMI quotate e Market Cap negli ultimi quattro anni

Il mercato EGM è stato creato per fornire alle PMI italiane un'opzione di quotazione in borsa più accessibile rispetto ai mercati principali, come il Mercato Telematico Azionario (MTA). Questo offre la possibilità di raccogliere fondi dai mercati finanziari, migliorare la loro visibilità e accedere a una base più ampia di investitori.

Al suo interno è presente anche un segmento professionale, alle cui negoziazioni sono ammessi solo investitori professionali: tale segmento prevede requisiti di ammissione e mantenimento semplificati ed è consigliato per aziende che desiderano entrare sul mercato in modo più graduale. Imprese non ancora mature alla quotazione ma introiettate in tale direzione, che possono così utilizzare questo segmento come “palestra” e prepararsi allo step successivo. Ciò consente di separare il processo di ammissione dalla fase di raccolta di capitali, fornendo inoltre la possibilità di negoziare strumenti finanziari più complessi.

In questo segmento sono tre le categorie interessate:

- Aziende che preferiscono adottare un approccio graduale all'ingresso nel mercato e che pianificano di dotarsi progressivamente delle infrastrutture necessarie per operare su un mercato aperto agli investitori al dettaglio.
- Start-up e Scale-up: imprese che hanno avviato la commercializzazione dei loro

prodotti e servizi da meno di un anno e devono ancora implementare le funzioni e i processi strategici fondamentali previsti dal loro modello di business.

- Imprese che mirano a una "just listing": in questa categoria sono incluse le imprese che non hanno un bisogno immediato di raccolta di capitali, ma che desiderano aumentare la loro visibilità tra gli investitori prima di procedere con un'offerta pubblica.

2.2.1 Procedura e requisiti per la quotazione in Euronext Growth Milan

Il percorso alla quotazione nel mercato Euronext Growth Milan, purché semplificato, richiede vengano seguiti dei dettami stabiliti nel *Regolamento Emittenti*⁵⁴ affinché siano ammessi alla negoziazione dei propri strumenti azionari. Al suo interno sono presenti le misure che definiscono le regole e le responsabilità per ogni emittente.

Innanzitutto, devono essere adempiti i requisiti più basilari, che concernano la dimensione e la categoria d'impresa. È opportuno ribadire che possono iscriversi al mercato EGM solo le PMI, che come già anticipato sono imprese con lavoratori compresi tra i 10 e i 250 e un fatturato inferiore ai 50 milioni⁵⁵. (Commissione Europea s.d.)

Le modalità di negoziazione degli strumenti finanziari sono contenute nel “*Manuale delle negoziazioni Euronext Growth Milan*”. Le regole per la partecipazione degli operatori invece nel “*Regolamento degli operatori*”.

Nelle fasi iniziali del processo è essenziale per l'impresa designare un Euronext Growth Advisor, figura che detiene un ruolo continuativo, incaricata di valutare l'idoneità dell'emittente per l'ammissione al mercato e di fornire assistenza e supporto successivamente alla quotazione. Tra le sue mansioni infatti c'è anche quella di aiutare la società ad interpretare correttamente il *Regolamento Emittenti*.

L'Euronext Growth advisor a sua volta deve seguire il *Regolamento Euronext Growth Advisor* affinché il suo ruolo sia valido ai fini della quotazione. In particolare, già all'interno del *Regolamento Emittenti* sono presenti tra le linee guida le caratteristiche tipiche che l'Advisor deve possedere: l'autorizzazione da Borsa Italiana e la conseguente iscrizione nel registro apposito.

Ogni società quotata può avvalersi di un unico Advisor alla volta. Qualora l'emittente decidesse di cambiarlo deve preventivamente comunicare la scelta a Borsa Italiana, in caso contrario questa può disporre la sospensione dello strumento finanziario a decorrere da tale comunicazione. Dopo sei mesi dalla sospensione, qualora l'emittente non abbia adempito ai propri obblighi, Borsa Italiana può decidere per la revoca del diritto di quotazione.

Non avviene alcuna sospensione nel caso in cui la conclusione del rapporto tra Advisor

⁵⁴ *In vigore dal 25 ottobre 2021*

⁵⁵ *Guida dell'utente alla definizione di PMI, Commissione Europea.*

ed emittente avvenga per cause indipendenti da quest'ultimo, le negoziazioni continueranno fin tanto continui il rispetto delle disposizioni del Regolamento⁵⁶ (Euronext Growth Milan s.d.).

Successivamente all'assegnazione dell'Euronext Growth Advisor c'è la domanda di pre-ammissione e di ammissione: definite entrambe dagli articoli secondi del Regolamento e delle Linee Guida.

L'emittente è tenuto a fornire a Borsa Italiana, con almeno dieci giorni di mercato aperto prima della data programmata per l'ammissione all'Euronext Growth Milan, le informazioni dettagliate indicate nella Scheda Uno⁵⁷. Nel caso di emittente già quotato in un altro mercato designato⁵⁸, i giorni necessari precedenti all'ammissione nei quali presentare la Scheda Uno diventano venti e inoltre sarà necessario fornire un supplemento⁵⁹ alla suddetta scheda. Nel contesto di un passaggio dal Segmento Professionale al mercato Euronext Growth Milan aperto agli investitori al dettaglio, la comunicazione di pre-ammissione e il documento di ammissione non sono richiesti. Invece, la domanda di ammissione è sostituita da una richiesta di passaggio che deve essere sottoscritta dal legale rappresentante.

Nel caso in cui dovessero esserci delle modifiche alle informazioni inserite nei documenti citati, prima dell'ammissione, l'emittente è tenuto a informare prontamente Borsa Italiana, fornendo dettagli sulla natura di tali modifiche. Nel caso in cui, secondo il giudizio di Borsa Italiana, tali cambiamenti siano ritenuti significativamente differenti dalle informazioni originariamente fornite, la prevista data di ammissione può essere posticipata di ulteriori 10 giorni di mercato aperto (o 20 giorni di mercato aperto nel caso di un emittente quotato su un Mercato Designato).

Il passaggio successivo richiede da parte della società la creazione di un documento di ammissione, il quale deve contenere le informazioni richieste nella Scheda Due⁶⁰ e, laddove esistente, l'ultimo bilancio d'esercizio o rendiconto sottoposto a revisione legale. Questo documento diventa non necessario nel momento in cui l'emittente sia già quotato

⁵⁶ *Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 1 – Linee Guida Articolo 1.*

⁵⁷ *Appendice Documenti Allegati 1.*

⁵⁸ *Qualsiasi mercato regolamentato o mercato di crescita per le PMI, di tipo azionario*

⁵⁹ *Appendice Documenti Allegati 2*

⁶⁰ *Appendice Documenti Allegati 3*

in un altro mercato designato⁶¹.

A questo punto, almeno tre giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione, la società deve saldare i corrispettivi a Euronext Growth Milan e inviare a Borsa Italiana la domanda di ammissione completa e il documento di ammissione. Questi documenti devono essere accompagnati dalla dichiarazione del Euronext Growth Advisor. Inoltre, è necessaria la dichiarazione degli amministratori dell'emittente, confermando che il documento di ammissione è completo in conformità con la Scheda Due del presente Regolamento e che non contiene informazioni false o fuorvianti.

L'ammissione è sancita una volta pubblicato da parte di Borsa Italiana l'avviso che ne determina la decorrenza⁶².

Fonte Borsa Italiana

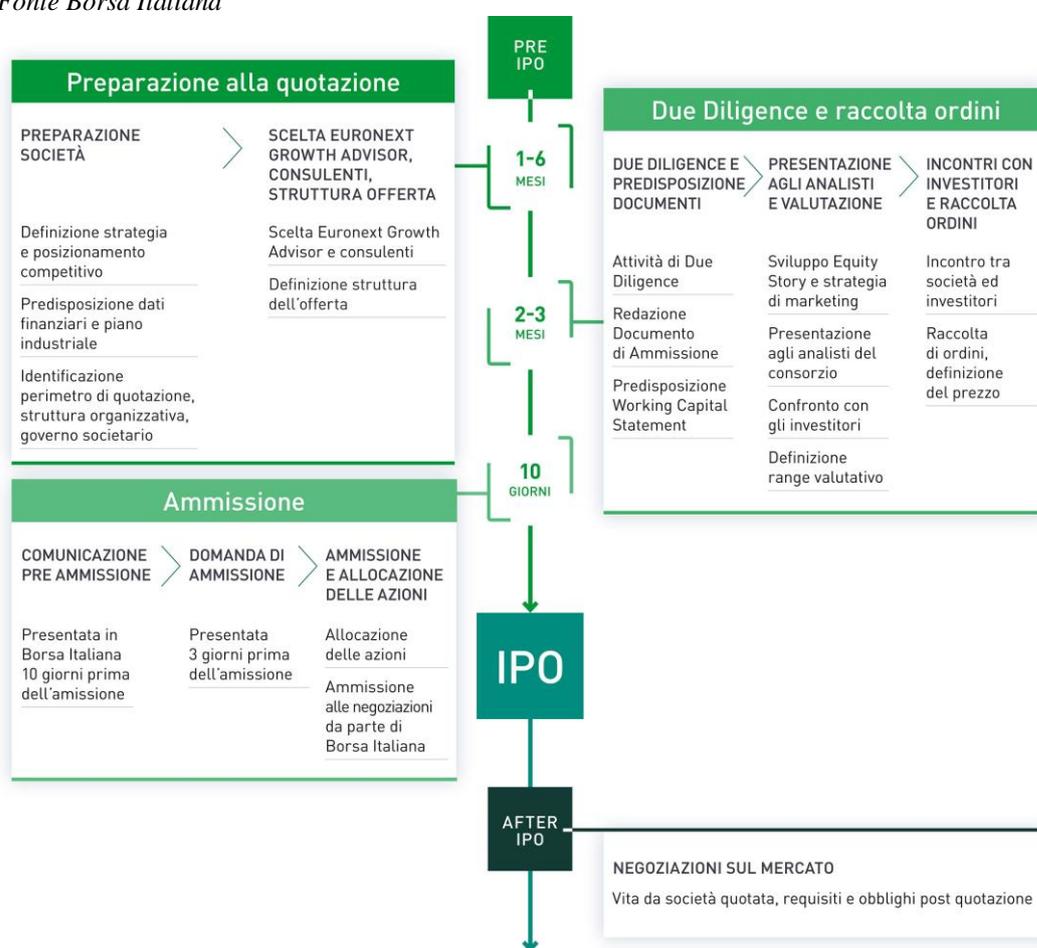


Figura 20, Borsa Italiana suggerisce in modo dettagliato un piano che porti alla quotazione. Nel sito è presente l'immagine sovrastante che va analizzata in tre step. Nel primo step l'azienda compie azioni interne ad essa: la definizione della strategia, l'eventuale riorganizzazione dell'organizzazione e la scelta dell'Euronext Growth Advisor (fasi comuni a qualsiasi tipo di quotazione e che sono state descritte nel capitolo precedente). Il secondo passaggio richiede invece la collaborazione con agenti esterni all'azienda: la due diligence richiede l'ausilio di consulenti specializzati, l'incontro con gli investitori e la raccolta ordini sono necessariamente azioni che basano il focus dell'emittente verso l'esterno anziché

⁶¹ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 3 – Linee Guida Articolo 3.

⁶² Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 5 – Linee Guida Articolo 5

l'interno. L'ultimo passo è quello descritto più dettagliatamente nell'ultimo capitolo poiché tipico del mercato Euronext Growth Milan e non paragonabile ad altri processi di quotazione. Avvenuto l'IPO, gli strumenti finanziari dell'emittente sono liberi di essere negoziati sul mercato.

Il *Regolamento Emittenti* non definisce soltanto il processo di quotazione e tutti gli step necessari per le società che decidono di intraprenderlo, al suo interno sono contenuti tutti i contabili e organizzativi che devono essere categoricamente rispettati.

I primi cinque articoli precedentemente analizzati descrivono i passaggi da seguire per l'emittente: dal sesto sono definite le condizioni necessarie affinché la domanda di ammissioni porti alla validazione da parte di Borsa Italiana.

L'articolo sesto del *Regolamento Emittenti* sancisce come l'emittente Euronext Growth Milan è tenuto a adottare e mantenere adeguate regole di governo societario⁶³. Deve designare e conservare almeno un amministratore indipendente, scelto tra i candidati che siano stati previamente identificati o valutati positivamente dal Euronext Growth Advisor. Inoltre, l'emittente è tenuto a individuare e mantenere all'interno della propria struttura organizzativa un soggetto professionalmente qualificato, noto come "*investor relations manager*", il cui incarico specifico (anche se non necessariamente esclusivo) è la gestione dei rapporti con gli investitori. Nel caso di emittente ammesso nel Segmento Professionale, questo non è tenuto alla nomina né di un amministratore indipendente né di un *investor relations manager*.

In relazione agli obblighi inerenti all'offerta pubblica di acquisto, è richiesto l'inserimento, nello statuto, delle disposizioni riguardanti l'offerta pubblica di acquisto o la revoca, come indicato nella Scheda Sei⁶⁴. Nel caso in cui ci siano variazioni rispetto a quanto richiesto da tale scheda, le disposizioni statutarie devono essere modificate e adeguate alla prima occasione utile.

Tra le altre figure imposte all'emittente c'è quella dello SDIR⁶⁵ il quale deve certificare che le comunicazioni tra azienda e investitori vengano fornite secondo le modalità e le tempistiche richieste⁶⁶. Infatti, dal momento in cui vengono ammessi a negoziazione gli strumenti finanziari del soggetto emittente, questo deve adempiere a una serie di obblighi informativi verso Borsa Italiana, disciplinati sia dal *Regolamento Emittenti* che dalla

⁶³ *Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 6 – Linee Guida Articolo 6*

⁶⁴ *Appendice 4*

⁶⁵ *Servizio per la Diffusione dell'Informativa Regolamentata: provvede alla diffusione di informazioni al pubblico ai sensi della normativa Consob.*

⁶⁶ *Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 10 – Linee Guida Articolo 10*

disciplina comunitaria.

Durante il periodo di quotazione nel mercato EGM, salvo restando che in base all'articolo 22 del Regolamento Emittenti Borsa italiana può richiedere all'emittente di fornire informazioni nei modi e tempi che ritiene congrui, la società ha i seguenti obblighi informativi verso gli organi di controllo del mercato:

- Riguardo operazioni significative (operazione in cui almeno uno degli indici di rilevanza risulti superiore al 25%) secondo le modalità previste dalla scheda Quattro⁶⁷⁶⁸
- Per quanto riguarda le operazioni di reverse take-over, l'emittente è tenuto a comunicarle a Borsa Italiana. Questa comunicazione deve essere accompagnata dalla pubblicazione di un documento informativo relativo alla nuova entità risultante dall'operazione e da un avviso di convocazione assembleare. Tale procedura è finalizzata a fornire adeguata trasparenza e informazioni agli investitori e al pubblico interessato riguardo alle modifiche significative derivate dall'operazione di reverse take-over.⁶⁹
- Per le operazioni di cessione che portino a sostanziali cambiamenti del core business.⁷⁰
- Pubblicazione della relazione semestrale entro 3 mesi dalla data di chiusura del semestre e contestuale comunicazione al pubblico che deve essere redatta con gli stessi principi contabili del bilancio annuale
- Pubblicazione del bilancio d'esercizio, del bilancio consolidato o rendiconto finanziario: redatti secondo i principi contabili nazionali e sottoposti a revisione legale⁷¹
- L'emittente deve comunicare anticipatamente a Borsa Italiana l'intenzione di concludere operazioni sul capitale o su azioni proprie⁷².
- Riguardo l'informativa societaria verso gli investitori e specificata nell'articolo 17 deve comprendere:

1) Calendario degli eventi societari entro 30 giorni dalla conclusione dell'esercizio sociale

⁶⁷ Appendice 5

⁶⁸ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 12 – Linee Guida Articolo 12

⁶⁹ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 14 – Linee Guida Articolo 14

⁷⁰ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 15 – Linee Guida Articolo 15

⁷¹ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 19 – Linee Guida Articolo 19

⁷² Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 24 – Linee Guida Articolo 24

precedente, inclusi: riunione per l'approvazione del bilancio di esercizio/consolidato; riunione per l'approvazione della relazione semestrale; eventuali riunioni per l'approvazione di informazioni periodiche aggiuntive a discrezione dell'emittente, compresi i dati preconsuntivi; eventuali presentazioni dei dati contabili agli analisti finanziari; delibere di approvazione del bilancio di esercizio e della proposta di destinazione dell'utile; dimissioni, revoca o nomina di un amministratore.

- 2) Perdita dei requisiti di indipendenza dell'amministratore indipendente, perdita dei requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori e dei sindaci.
- 3) Rinuncia o revoca dell'incarico da parte dell'investor relations manager, specificando le motivazioni o, in loro assenza, le ragioni di tale assenza.
- 4) Rinuncia o revoca dell'incarico all'Euronext Growth Advisor o allo specialista, indicando le motivazioni.
- 5) Ammissione alle negoziazioni (o revoca dalle stesse) degli strumenti finanziari quotati su Euronext Growth Milan presso qualsiasi altro mercato o piattaforma di trading, se la domanda di ammissione o revoca deriva da una richiesta specifica dell'emittente.
- 6) Qualunque cambiamento sostanziale riguardo agli assetti proprietari.
- 7) Tutte le informazioni necessarie affinché gli azionisti possano esercitare i propri diritti.
- 8) Tutte le informazioni tecniche necessarie al funzionamento del mercato.

Tra le caratteristiche delle PMI citate nel capitolo 1, uno dei principali difetti era l'opacità informativa e l'incapacità di elaborare prima e trasmettere all'esterno poi informazioni utili ad avvicinare potenziali investitori. La scelta di Euronext Growth Milan riguardo il livello di comunicazione emittente-mercato è focalizzata sul difficile obiettivo di superare questa dicotomia: ricevere un sufficiente quantitativo di indicazioni senza disincentivare le PMI a quotarsi.

Rispetto ai mercati Euronext Milan e Euronext Star Milan le barriere all'ingresso e le richieste da parte degli organi di controllo sono molto più basilari sotto ogni punto di vista: dagli obblighi di trasparenza ai requisiti di governance.

Le differenze più sostanziali sono sulla quota da corrispondere all'ingresso del mercato e sul livello di obblighi informativi da adempire.

Fonte: Price List, Borsa Italiana, Corrispettivi di ammissione e quotazione

	Corrispettivo ad ogni 1.000.000€ di capitalizzazione	CAP ⁷³	FLOOR ⁷⁴				
Nuova Quotazione	€180,00	€500.000	Euronext Milan		Euro next Star Milan	Euronext Growth Milan	
			Capitalizzazione < €1MLD	Capitalizzazione > €1MLD		Capitalizzazione ≤ €20 mln	Capitalizzazione > €20 mln
			€35.000	€100.000		€15.000	€20.000

Corrispettivi per l'ammissione ai diversi mercati finanziari italiani

Di seguito una serie di tabelle riassuntive delle principali informazioni e documenti contabili da fornire ai diversi mercati finanziari italiani al fine di completare la domanda di ammissione: risulta evidente il sistema di agevolazioni che il mercato Euronext concede alle PMI rispetto ai segmenti per società più strutturate.

⁷³ Il CAP (tetto) misura il valore massimo che una società deve pagare a Borsa Italiana S.p.a. in sede di prima quotazione o ammissione ai mercati azionari.

⁷⁴ Il FLOOR (pavimento) misura il valore minimo che una società deve pagare a Borsa Italiana S.p.a. in sede di prima quotazione o ammissione ai mercati azionari.

Obblighi informativi.

Euronext Milan	Euronext Star Milan	Euronext Growth Milan
Produzione di un Memorandum, contenente indicazioni sul sistema di controllo come indicatori delle key performance e fattori di rischio	Produzione di un Memorandum, contenente indicazioni sul sistema di controllo come indicatori delle key performance e fattori di rischio	Produzione di un documento ufficiale di ammissione contenente l'ultimo bilancio e/o rendiconto sottoposti a revisione legale
Comunicazione su qualsiasi operazione che porti a variazioni della composizione capitale sociale	Comunicazione su qualsiasi operazione che porti a variazioni della composizione capitale sociale	Comunicazione su operazioni che riguardino il capitale e le azioni proprie che portino ad effetti sui diritti degli azionisti
Pubblicazione del giudizio di rating sul merito creditizio	Pubblicazione del giudizio di rating sul merito creditizio	Compilazione con le informazioni richieste nella Scheda Uno
Comunicazione sulle operazioni riguardanti modifiche nei diritti relativi a certe tipologie di azioni	Comunicazione sulle operazioni riguardanti modifiche nei diritti relativi a certe tipologie di azioni	Compilazione con le informazioni richieste nella Scheda Due
Pubblicare il bilancio consolidato (almeno SP e CE) e comunicare l'avvenuta ricezione di statuto, composizione e poteri degli organi sociali delle controllate	Pubblicare il bilancio consolidato (almeno SP e CE) e comunicare l'avvenuta ricezione di statuto, composizione e poteri degli organi sociali delle controllate	Comunicazione di operazioni di cessione che comportino cambiamenti sostanziali nel business, avviso di convocazione assembleare e di una relazione contenente informazioni dettagliate sulla cessione e sul cambiamento del business
Informativa al mercato sulla negoziabilità delle	Informativa al mercato sulla negoziabilità delle	-

azioni delle società controllate	azioni delle società controllate	
-	-	Comunicazione della nomina, rinuncia o revoca dell'incarico all'Euronext Growth Advisor o allo specialista
-	-	Comunicazione della nomina, rinuncia o sostituzione al proprio ruolo dell'investor relations manager
Pubblicazione delle informazioni riguardo alla propria politica di investimento	Pubblicazione delle informazioni riguardo alla propria politica di investimento	Comunicazione riguardo cambiamenti sostanziali negli assetti proprietari come perdita dell'indipendenza dell'amministratore indipendente

Documenti contabili.

Euronext Milan	Euronext Star Milan	Euronext Growth Milan
Bilanci consolidati e non degli ultimi 3 esercizi (con revisione legale almeno sull'ultimo)	Bilanci consolidati e non degli ultimi 3 esercizi (con revisione legale almeno sull'ultimo)	Ultimo bilancio o rendiconto annuale (se esistenti) sottoposto a revisione legale
Documenti formali annuali e infra-annuali dell'esercizio precedente a quello in cui si pone domanda di ammissione, entrambi sottoposti a revisione legale	Documenti formali annuali e infra-annuali dell'esercizio precedente a quello in cui si pone domanda di ammissione, entrambi sottoposti a revisione legale	Pubblicazione della relazione semestrale entro 3 mesi dalla data di chiusura del semestre e sua comunicazione al pubblico

Valutazione positiva del revisore legale	Valutazione positiva del revisore legale	-
-	Rapporto finanziario semestrale	-
-	Pubblicare sul sito internet relazioni finanziarie annuali e semestrali, informazioni finanziarie periodiche e documentazione distribuita durante gli incontri con investitori professionali.	-

Di seguito invece un riassunto tratto dal sito di Borsa Italiana sui requisiti tecnici e formali necessari per l'accesso al mercato Euronext Growth Milan, segmento professionale e no.

Fonte Borsa Italiana

Requisiti formali in IPO	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Flottante	10% - 5 investitori istituzionali *	10% - 5 investitori **
Bilanci certificati	1 (se esistente)	1 (se esistente)
Principi contabili	Italiani o internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Principalmente istituzionale (retail con offerte < €8m)	Non obbligatoria
Altri documenti	Documento di ammissione	Documento di ammissione
Market Cap (€)	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
CDA (n. indipendenti)	C.d.A con 1 amministratore indipendente	C.d.A.
Comitato controllo, rischi	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Comitato remunerazione	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Incentivi top management	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Investor relations manager	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Euronext Growth Advisor / Global Coordinator	Euronext Growth Advisor

Figura 21, Requisiti tecnico formali per Euronext Growth Milan

* Almeno per il 7,5% deve essere sottoscritto da minimo 5 investitori istituzionali

** Flottante

1) Se il flottante è compreso tra il 2% ed il 10% Borsa Italiana dispone l'ammissione e la contestuale sospensione.

2) Se trascorrono 2 anni senza che tale requisito sia soddisfatto Borsa Italiana dispone la revoca

Una volta ottenuta l'ammissione nel mercato, la società ha altri oneri da ottemperare per poter rimanere nel mercato. I requisiti di permanenza sono iscritti negli articoli 32-33 del *Regolamento Emittenti*, che indicano come l'emittente debba garantire che gli strumenti finanziari Euronext Growth Milan siano liberamente negoziabili. Sono ammessi solo gli strumenti finanziari "sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati"⁷⁵. Gli strumenti ammessi sono ovviamente le azioni societarie, in altri casi l'emittente deve garantire che siano disponibili al pubblico informazioni dettagliate sugli strumenti finanziari e che sia in ogni caso assicurato un mercato normale e regolare per esso. Un altro aspetto che l'emittente deve garantire agli investitori sono adeguati sistemi di liquidazione: regolati nelle procedure di liquidazione di Monte Titoli S.p.A. attraverso i conti di deposito accesi presso la società di gestione accentrata.⁷⁶

La società quotata in Euronext Growth Milan può subire sospensione da parte degli organi di controllo come in ogni altro mercato azionario. Tuttavia, come in altri casi precedentemente citati le regole sono meno stringenti: in EGM la sospensione avviene qualora i prezzi ufficiali delle azioni risultino inferiori alla soglia minima di €0.01 per un lasso considerevole di tempo (decisione a discrezione di Borsa Italiana). L'interesse di Borsa Italiana è unicamente quello di tutelare gli investitori, da qui la possibilità che la durata della sospensione sia influenzata da eventuali cambiamenti sostanziali nella situazione economico, patrimoniale o finanziaria dell'emittente. La negoziazione delle azioni sospese a tempo indeterminato potrà essere ripristinata da Borsa Italiana a esito di operazioni straordinarie che riporteranno il prezzo teorico significativamente al di sopra della soglia minima di 0.01 euro⁷⁷.

Borsa Italiana revoca l'ammissione al mercato EGM decorre dopo sei mesi di sospensione degli strumenti finanziari dell'emittente che viene comunicata tramite avviso. Può essere anche l'emittente a richiedere la revoca dall'ammissione dei propri strumenti finanziari, in tal caso deve comunicare tale decisione venti giorni di mercato aperto prima della data prestabilita, in via separata, all'Euronext Growth Advisor e a Borsa Italiana.

⁷⁵ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 32 – Linee Guida Articolo 33

⁷⁶ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 36 – Linee Guida Articolo 36

⁷⁷ Regolamento Emittenti, Regolamento Articolo 40 – Linee Guida Articolo 40

Capitolo 3) Analisi analitica su casi studio e l'effetto della quotazione

3.1) I criteri di scelta e il lavoro svolto

Per poter analizzare gli effetti della quotazione sulle PMI del mercato Euronext Growth Milan è stato opportuno effettuare delle scelte e seguire dei criteri di selezione.

Il principale limite per chi desidera studiare il mercato Euronext Growth Milan è quello di incappare in errori statistici dettati da un campione poco significativo perché troppo ristretto. Le difficoltà di analisi del mercato si incagliano sia quindi sulle poche realtà quotate al suo interno (come già descritto) che soprattutto sull'altalenante quantità di contratti scambiati tra investitori.

In questa tesi e in particolar modo in questo capitolo sono stati applicati dei criteri di scelta abbastanza rigidi per sopperire ai limiti appena descritti del mercato Euronext Growth Milan: lavorare su un ristretto numero di imprese, inoltre, ha permesso di focalizzare l'analisi sugli aspetti maggiormente idonei alla tesi proposta e agli aspetti precedentemente trattati. Inizialmente era stato preso in considerazione come potenziale parametro di scelta l'eventualità di non applicare alcun filtro al bacino di imprese quotate in EGM e analizzare i dati dell'intero mercato attraverso una semplice media aritmetica, eventualmente ponderata in base alla capitalizzazione di mercato di ciascuna; tuttavia, questa opzione è stata scartata per i potenziali bias presenti all'interno del mercato, elementi troppo polarizzanti (spesso verso il basso) avrebbero potuto distorcere i dati. Aziende con una media di transazioni sulle proprie azioni bassa, avrebbero potuto inficiare dati su aziende con migliaia di contratti stipulati anche solo mensilmente.

Dati i limiti elencati, talvolta verranno utilizzati come termine di paragone valori medi per quanto riguarda indici o altre misure di performance, ma non come unicum dell'analisi che questa tesi si presuppone.

La scelta delle aziende è stata quindi ponderata su due criteri di base:

1. Minimo cento contratti scambiati al mese nell'ultimo anno
2. Aziende non rientranti nel settore dell'edilizia.

La scelta della quantità di contratti scambiati mensilmente è simbolica e arbitraria, non c'è un significato specifico per il numero in quanto tale; tuttavia, si è cercato di prendere solo aziende con una quantità di turnover alta, in particolare tra le più alte del mercato,

affinché i dati raccolti fossero i più normalizzati e significativi possibile.

Introdotta questo primo paletto si è iniziato ad analizzare in maniera preliminare le aziende che avessero superato questo parametro. All'interno del mercato EGM sono presenti aziende di qualsiasi settore, ognuno caratterizzato dalle sue caratteristiche e influenzato diversamente dallo scenario macroeconomico nazionale e no: negare o non considerare queste differenze porterebbe ad un'analisi superficiale e fallace.

I grafici che seguono mostrano la suddivisione per numero e per capitalizzazione delle società quotate nell'Euronext Growth Milan. La classificazione per settori è basata sul concetto di BICS (Bloomberg Industry Classification Standard) poiché lo studio è stato eseguito tramite il portale Bloomberg.

Fonte, Bloomberg

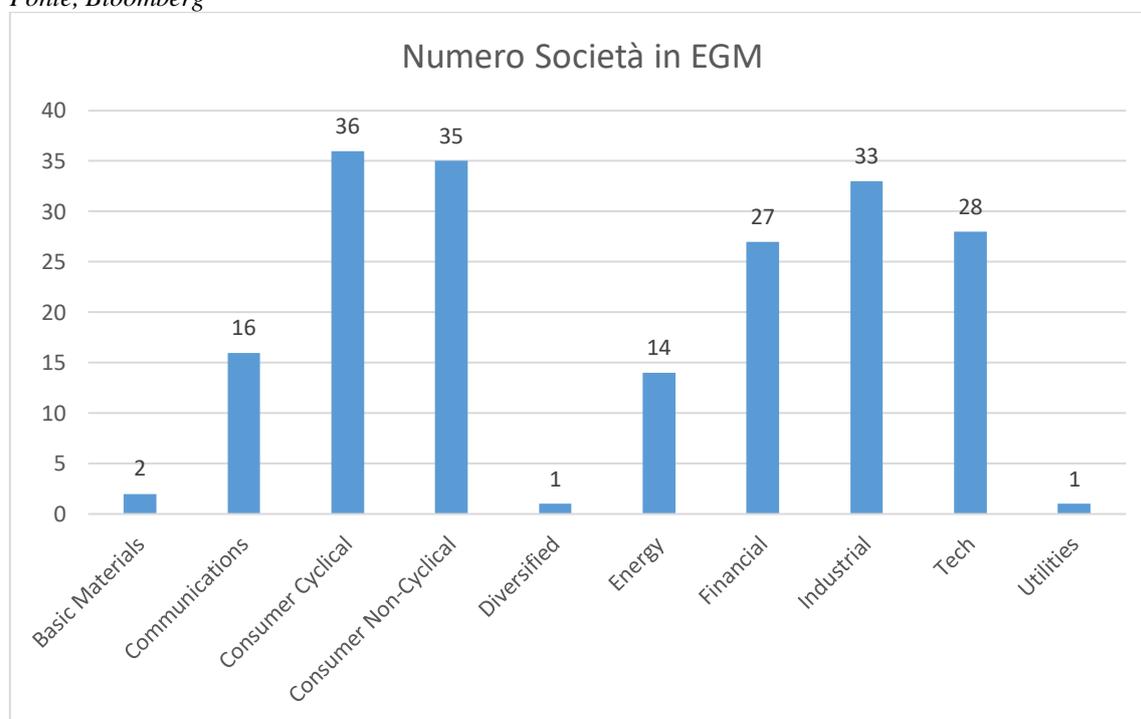


Grafico 4, Numero società quotate in EGM suddivise per settore al 31.12.23

Fonte, Bloomberg

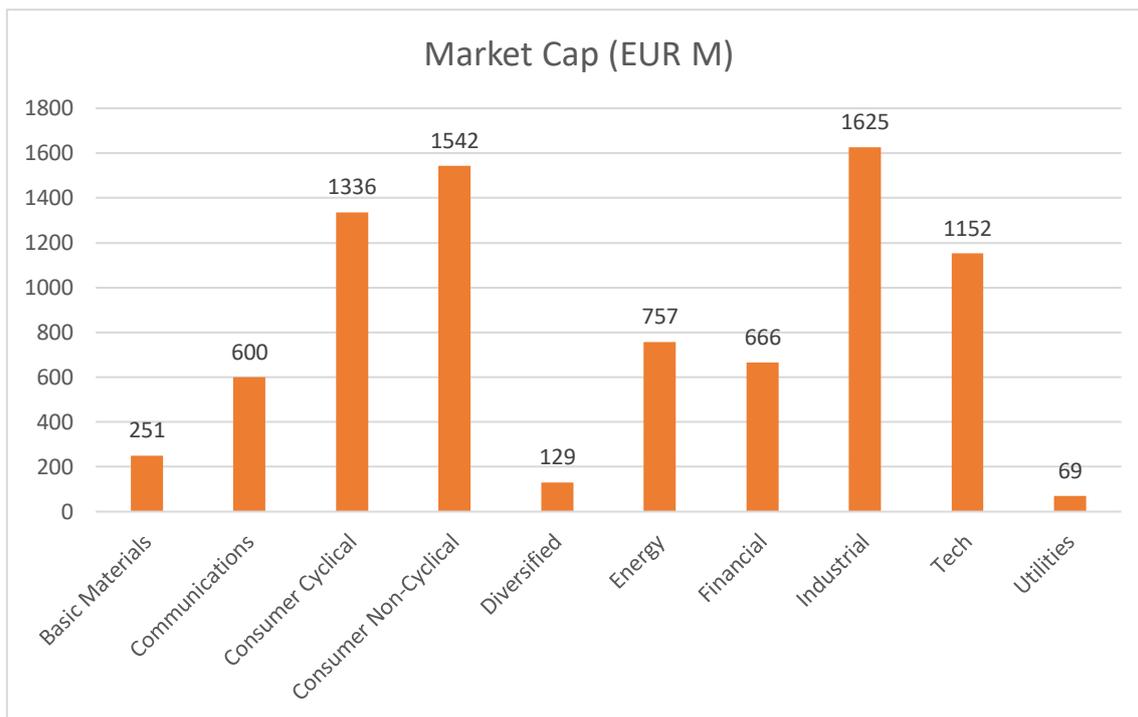


Grafico 5, Capitalizzazione totale per settore in milioni di Euro

Come già accennato precedentemente, il tentativo della tesi in questione è quella di illustrare un percorso vantaggioso per le PMI al fine di diminuire il loro livello di indebitamento bancario, senza sfruttare periodi favorevoli per un settore anziché un altro e riuscire quindi a riportare un'analisi più normalizzata possibile.

Nell'ultimo quadriennio l'economia mondiale ha subito diversi shock conseguenti alla pandemia da Covid-19 e altri avvenimenti che hanno scombussolato lo scenario macroeconomico globale: i lockdown, l'irreperibilità delle materie prime, l'aumento dei prezzi dei combustibili fossili, l'inflazione etc.

Tutti i settori sono stati colpiti da questi avvenimenti anche se in maniera diversa; tuttavia, se restringiamo il campo allo scenario economico italiano, nessuno ha goduto di una politica accondiscendente come il settore dell'edilizia. Nel 2020 sono stati varati una serie di provvedimenti legislativi con il duplice intento di sostenere il settore edilizio, tra i più colpiti dall'emergenza pandemica, e incentivare il privato cittadino a rinnovare la propria abitazione al fine di migliorarne la classe energetica e renderla meno impattante dal punto di vista ambientale. Nel quadriennio dall'entrata in vigore di questa serie di provvedimenti si stima siano stati spesi dallo Stato italiano una cifra vicina ai 220 miliardi in bonus edilizi.

Tralasciando qualsiasi giudizio sulle scelte politiche e sulla effettiva efficacia dei provvedimenti, non può essere trascurato l'effetto sul settore, che negli ultimi anni è stato

drogato di liquidità non derivante direttamente dal mercato ma da una serie di condizioni, come appena descritto, molto singolari e straordinarie.

Per queste ragioni si è deciso di escludere dalle aziende italiane oggetto di esame quelle appartenenti a questo settore, non ci sarebbero stati i presupposti per un'analisi basata su caratteristiche ordinarie e non dettate da scenari peculiari legati a un breve lasso temporale.

Le società analizzate nei seguenti paragrafi sono state scelte in base alla reperibilità dei dati sociali e alla accuratezza di essi, ma anche dal livello di flottante libero delle stesse. Seguendo un ragionamento analogo che ha portato ad escludere le aziende con meno di 100 contratti scambiati mensilmente, a parità di informazioni sono state preferite le aziende che, tramite una percentuale di flottante più alta sul capitale sociale, conferissero una maggiore affidabilità alle variazioni del capitale sociale in relazione alle variazioni del valore del titolo.

Per le conclusioni e le considerazioni che verranno riportate nel seguente capitolo, lo studio si è basato sull'utilizzo di diverse fonti. In primo luogo, sono stati scaricati e studiati dalla banca dati AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende italiane - i bilanci degli ultimi 10 anni di tutte le società prese in considerazione. Una volta studiato l'andamento soprattutto di determinate voci di stato patrimoniale, si sono ricercati nel sito Borsa Italiana tutti i dati sull'andamento di borsa che potessero essere utili a comprendere nel miglior modo possibile l'influenza della quotazione negli assetti patrimoniali e nelle politiche finanziarie delle imprese in questione. Sfortunatamente il database pubblico del sito di Borsa Italiana arrivava ad avere uno storico

Parallelamente si è utilizzato il Bloomberg Finance Lab dell'università per avere maggiori strumenti e poter vedere lo sviluppo nel tempo di valori che senza si sarebbero solo potuti ipotizzare: parliamo delle oscillazioni dell'enterprise value, del tasso di crescita dell'azienda e i cambiamenti sulla liquidità.

3.2) CLABO S.P.A.

La prima delle aziende che verranno riportate in questo capitolo come esempio positivo a difesa della tesi è la Clabo S.p.A. Fondata nel 2001, trova le sue origini in realtà negli anni Cinquanta del secolo scorso, quando la famiglia Bocchini avviò il proprio laboratorio artigianale specializzato nella realizzazione di soluzioni d'arredo per bar, pasticcerie e gelaterie. Ad oggi si specializza nella progettazione, fabbricazione e commercializzazione di vetrine professionali per gelati, prodotti da pasticceria e da forno. La società operativa e sede storica dell'impresa è localizzata a Jesi, Ancona, nella quale è si svolge sia l'attività produttiva che di coordinamento con le filiali estere (cinque, divise tra Germania, USA, Brasile, Cina e Hong Kong).

Dispone di tre sedi produttive (Italia, Stati Uniti e Cina) e ha clienti in tutto il mondo con la seguente distribuzione geografica del fatturato: Italia (54,8%), Unione Europea (7,3%) e altri paesi (37,9%). Quella di Clabo è stata una crescita costante e continua, dai primi anni duemila, ovvero da quando ha inglobato al suo interno il marchio Orion (leader nel settore degli arredi per la ristorazione), sono entrati a far parte del portafoglio dell'impresa il marchio Artic e la FB De Ranieri. Nel 2006, dopo aver acquisito il distributore americano OTL, tramite il quale sono commercializzati i prodotti Orion negli USA, con oltre 400 addetti distribuiti tra le 3 sedi italiane e la filiale americana di Union City (CA) la società diviene il primo operatore in Europa nel campo delle vetrine espositive professionali per la gelateria e pasticceria. Si profila l'ipotesi di quotazione.

A causa della crisi economica del 2008, e alcune scelte aziendali che hanno spostato la priorità su altre criticità, il processo di quotazione nell'allora AIM Italia viene perfezionato nell'anno 2014, con conseguente IPO il 31 marzo 2015.

Capitale Raccolto

Con l'offerta pubblica iniziale la società è riuscita a raccogliere nuovo capitale per una cifra di EUR 7.36 milioni, tramite la vendita pubblica di azioni al prezzo di 2,70€ l'una. Clabo S.p.A., nel momento della quotazione, ha un equity suddiviso per il 31,52% in flottante libero, e il 68,48% posseduto dalla holding Cla. Bo. Fin Srl.

Nel corso degli anni gli aumenti di capitale effettuati da Clabo sono stati diversi, modificando la composizione del capitale sociale nelle percentuali detenute dalla Srl e il flottante di mercato. I piani implementati e seguiti da Clabo sono stati pluriennali: il primo "Warrant CLABO 2015-2021" al termine del quale sono state emesse 1000 nuove azioni e il secondo, contemporaneo in parte, "Warrant CLABO 2018-2021" al termine del quale

sono state emesse 2750 nuove azioni⁷⁸. Questo aumento di 3750 azioni nel luglio 2021 ha portato una variazione della costituzione del capitale portando il flottante al 31,55%.

Fonte Sito Ufficiale CLABO

	Capitale sociale attuale			Capitale sociale precedente		
	Euro	N. Azioni	Val. nom. unitario	Euro	N. Azioni	Val. nom. unitario
Totale di cui	8.459.775,00	8.459.775	n.a.	8.456.025,00	8.456.025	n.a.
Azioni ordinarie	8.459.775	8.459.775	n.a.	8.456.025	8.456.025	n.a.

Figura 22, Variazione del capitale sociale di CLABO da Comunicato al 26 luglio 2021

Il valore nominale di tali azioni non è reso disponibile nei comunicati aziendali, tuttavia, si comunica come le caratteristiche delle azioni siano le medesime di quelle già presenti nel mercato.

Di particolare importanza è stata la collocazione di 840.000 azioni al prezzo di 2,50€ l'una nel settembre 2021, cedendo così il 9,03% del capitale sociale a cinque investitori istituzionali, che ha portato il capitale sociale a 9.299,775€. Questa operazione rientra nel piano "Warrant CLABO 2021-2024".

Fonte Sito Ufficiale CLABO

	CAPITALE SOCIALE ATTUALE			CAPITALE SOCIALE PRECEDENTE		
	Euro	Numero azioni	Valore nominale	Euro	Numero azioni	Valore nominale
TOTALE	9.299.775,00	9.299.775	n.a.	8.459.775,00	8.459.775	n.a.
AZIONI ORDINARIE:	9.299.775	9.299.775	n.a.	8.459.775	8.459.775	n.a.

Figura 23 Variazione Capitale Sociale CLABO 27 settembre 2021

Nel piano appena citato l'aumento di capitale si basa sulle seguenti caratteristiche:

"Tre finestre di esercizio (comprese nei periodi dal 2 al 6 maggio 2022, dall'8 al 12 maggio 2023 e dal 6 al 10 maggio 2024), il termine di scadenza coincidente con la data di chiusura dell'ultimo periodo di esercizio, ovvero il 10 maggio 2024, un prezzo di esercizio per ciascun periodo di esercizio pari, rispettivamente, a Euro 3,00 con riferimento al primo periodo di esercizio, Euro 3,30 con riferimento al secondo periodo

⁷⁸ Comunicato Aziendale del 26 luglio 2021: "Variazione del capitale sociale"

di esercizio ed Euro 3,60 con riferimento al terzo periodo di esercizio. In relazione a tali Warrant, la Società provvederà a richiedere l'ammissione a negoziazione presso Borsa Italiana.”⁷⁹ (Clabo.it s.d.)

In conseguenza di quanto sopra la Cla.Bo.Fin. S.r.l ha ridotto, per effetto della diluizione connessa all'operazione, la sua percentuale dal 68,45% al 62,27%, portando quindi la quota di capitale sociale quotata al 37,73%.

Nel maggio 2022 abbiamo l'ultimo aggiornamento disponibile reso pubblico da CLABO; la nuova composizione del capitale sociale derivante dall'esecuzione dell'aumento di capitale riservato al socio Cla.Bo.Fin. S.r.l., che vendendo 224.719 azioni al prezzo di 2,67€ l'una, di cui €1,00 al nominale ed €1,67 a titolo di sovrapprezzo.⁸⁰ (Clabo.it s.d.) Da qui l'ultima composizione del capitale sociale al 31.12.2022.

Fonte Sito Ufficiale CLABO

Azionista	Numero azioni	% Capitale sociale
Cla.Bo.Fin. S.r.l.	5.865.769	61,59%
Mercato	3.658.725	38,41%
Totale	9.524.494	100 %

Figura 24, Capitale Sociale CLABO 31.12.2022

Performance Aziendali

Partendo dall'analizzare i conti di Stato Patrimoniale, sono molti i dati che suggeriscono una crescita basata sulla sostenibilità finanziaria da parte di Clabo dal momento della quotazione ad oggi. Prendendo come anni di esercizio di riferimento il 2015, essendo il primo dalla quotazione, e il 2022, ultimo di cui si dispongono i bilanci ufficiali, come primo effetto imputabile alla quotazione e alla raccolta di capitale c'è la crescita del capitale sociale e della riserva da sovrapprezzo azioni⁸¹.

Il primo è passato da € 7.726.000 a € 9.524.000, un incremento quasi del 20%, il secondo analogamente è cresciuto da € 6.375.000 a €8.843.000.

⁷⁹ Comunicato Aziendale del 9 settembre 2021: “Clabo S.p.A.: esercita la delega ad aumentare il capitale sociale “Warrant CLABO 2021-2024”

⁸⁰ Comunicato Aziendale del 13 maggio 2022: “Comunicazione di variazione del capitale sociale”

⁸¹ La riserva da sovrapprezzo azioni è un fondo creato dalle società per gestire le azioni emesse in eccesso durante un'offerta pubblica iniziale (IPO) o un aumento di capitale. Le azioni in eccesso vengono acquistate dalla società stessa e messe in questa riserva, che può essere utilizzata in futuro per fini specifici come l'acquisizione di altre società o la distribuzione di dividendi straordinari.

Guardando il passivo patrimoniale gli effetti della quotazione e dell'iniezione di nuova liquidità sono evidenti. I valori dei debiti verso le banche sia entro che oltre l'esercizio sono calati in maniera vertiginosa: i primi passando da €11.100.000 a €7.465.000, i secondi invece da €9.841.000 a €3.477.000, cali rispettivamente del 33% e del 70% (AIDA - Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane 2022)

Tra le passività, l'aumento dei debiti verso fornitori non spaventa e non è un indicatore negativo, anzi, segue quella che è stata la crescita dei ricavi e quindi del giro d'affari di Clabo: in piena linea con quanto descritto precedentemente nella *Figura 12*, il fatturato di Clabo dal periodo pre-quotazione ad oggi è cresciuto del 20%.

Ancora più utili per comprendere l'effettivo distacco dalla dipendenza bancaria che la quotazione ha portato per la società Clabo sono lo studio degli indici di bilancio: i debiti verso banche sul fatturato nel 2015 incidono per il 90,42%, nel 2022 per il 42,75% (AIDA - Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane 2022).

Utilizzando il portale Bloomberg si sono potute fare analisi ancora più approfondite, cercando di capire se tramite la quotazione si fosse effettivamente apportata liquidità, per la società Clabo si è considerato degno di nota l'indice CFO/Total Liabilities, ovvero la capacità di ripagare le proprie passività dal Cash Flow Operativo generato. Escluso in biennio 2020/2021, per la società è sempre stato in positivo, e questo desume salute finanziaria, ma dall'ultimo aggiornamento disponibile ovvero del primo semestre del 2023 il valore è in netto aumento, 9,25, quando nel 2019 il valore era di 4,51.

Anche il CFO/CapEx⁸² è nettamente positivo e in crescita, passando dal valore 0 nel 2019 a 4,95 il 30/06/2023. (Bloomberg Terminal s.d.)

Un dato che estremamente interessante ai fini di questa tesi è il Free Cash Flow Yield⁸³, che nel caso di Clabo S.p.A. è passato da 8,99 a fine esercizio 2019 all'ottimo 31,13. Tradotto l'azienda riesce a produrre notevole liquidità in rapporto alla capitalizzazione di cui è composta.

In aggiunta, sempre tramite il terminale Bloomberg, si è potuta attestare la crescita dell'enterprise value di Clabo, che passa dai 41,3 milioni attestati nel 2019, ai 67,9 di giugno 2023.

⁸² *Capital Expenditures (CAPEX) rappresentano flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta, cioè di investimenti in capitale fisso. (Borsa Italiana)*

⁸³ *Il Free cash Flow Yield è un rapporto di solvibilità finanziaria che confronta il flusso di cassa per azione che una società si aspetta di guadagnare rispetto al suo valore di mercato per azione.*

Performance Titolo azionario

Il titolo di Clabo, come detto in precedenza, è stato introdotto nel mercato tramite IPO al prezzo fissato di 2,70€ ad azione. Il titolo appena entrato nel mercato ha scontrato uno scarso interesse da parte degli investitori vedendo pian piano il proprio valore scendere. La crescita però di Clabo negli anni non è passata inosservata e le conseguenze sul titolo sono state chiare, crescendo dal 2020 ad oggi. Nell'ultimo anno il titolo ha registrato un rendimento del +20,42%, nello specifico + 26,72% negli ultimi 6 mesi. Il valore attuale del titolo si aggira attorno ai 2,40€ per azione, seguendo il trend in atto nel prossimo futuro dovrebbe tornare i suoi valori di IPO.

Fonte Borsa Italiana



Figura 25, Performance del titolo Clabo nel quinquennio 2019-2024

3.3) GROWENS S.P.A.

Growens S.p.A. è uno dei principali player in Europa nel campo delle Cloud Marketing Technologies, con migliaia di clienti in tutto il mondo.

La mission dichiarata pubblicamente è: “Portiamo crescita e innovazione tecnologica ai nostri clienti e ai nostri investitori nel mondo, grazie a strumenti di marketing e comunicazione etici e facili da usare, creati con passione da un team internazionale”. Parliamo di un gruppo industriale integrato che crea tecnologie per content creation e mobile messaging adatte a organizzazioni che desiderano comunicare con efficacia con i propri clienti.

Growens nasce a Cremona nel 2002, dall’iniziativa di cinque giovani imprenditori che fondano una piccola agenzia digitale. L’anno seguente lanciano una innovativa piattaforma di E-mail Marketing: intuito il settore su cui espandersi e investire risorse il business via mail si espande e allo stesso si aggiungono i messaggi SMS. Le scelte sono azzeccate al punto che MailUp (la piattaforma E-mail) diventa leader in Italia nel settore e nel 2014 arriva la quotazione in borsa, nell’allora AIM Italia.

Parallelamente negli anni il gruppo ha lanciato progetti laterali come *beefree.io*, *Acumbamail* e l’acquisizione di *Datatrix*, tutti inglobati in quello che allora era il MailUp Group: solo nel 2021 cambierà nome con quello che oggi conosciamo come Growens.

Ad oggi, grazie alla crescita interna e alle acquisizioni intercorse, il gruppo è quindi composto da due Business Unit operanti in settori e mercati complementari all’interno del panorama delle cloud marketing technologies: Beefree (il content editor sviluppato a San Francisco come progetto interno e oggi tra i leader di mercato mondiali nel settore) e Agile Telecom (SMS all’ingrosso).

Capitale Raccolto

L’assetto societario, dalla quotazione ad oggi, non ha avuto sensibili modifiche: ad oggi i cinque soci fondatori possiedono ciascuno una quota vicina al 10% per un totale di 7.859.551 azioni (52% del totale). La restante parte è divisa tra un 17% di azioni proprie e un 31,33% di flottante, negoziato in Euronext Growth Milan.

La quotazione è avvenuta tramite IPO il 29/07/2014, con un prezzo fissato di €2,50 ad azione, la società ha raccolto una cifra vicina ai 3 milioni di euro. (Borsa Italiana s.d.)

Nel tempo le modifiche al capitale sociale non sono state frequenti come con altre società, oltre ad esigue e sporadiche vendite di azioni da parte dei soci fondatori, acquisti di azioni proprie.

Gli aumenti di capitali sono stati pochi e questa scelta ha aiutato il titolo ad acquisire valore nel tempo.

Il 23 dicembre 2015 l'Assemblea straordinaria dei soci deliberò per un aumento del capitale sociale, contro pagamento in più soluzioni, per un importo massimo di euro 6.264.000,00 (compresi sovrapprezzo), mediante emissione di massime n. 2.610.000 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale. In questa finestra il management ha deciso che le azioni di nuova emissione fossero offerte in sottoscrizione in un collocamento privato mediante Accelerated Bookbuilding⁸⁴, ed emesse con esclusione del diritto di opzione, diversamente da altre società che verranno analizzate nei prossimi capitoli, poiché riservate esclusivamente a investitori qualificati.

Il flottante di Growens è variato recentemente soprattutto per l'acquisto di azioni proprie: arrivato fino al 41% nel corso degli anni è sceso sensibilmente nel corso dell'anno 2023, nel quale in conseguenza alla vendita del business *E-mail Service Provider* a fronte di un corrispettivo complessivo di circa euro 76,7 milioni, la società ha scelto di investire parte di questa liquidità nell'acquisto di azioni proprie al prezzo fissato di 6,80€. La scelta è stata ponderata dato il trend positivo del titolo e l'operazione si è conclusa con l'acquisto del 17,6% circa della totalità delle azioni emesse. (Growens SpA 2023)

Performance Aziendali e del titolo azionario

La crescita del gruppo in questi anni è stata esponenziale, basti pensare che ad oggi (aprile 2024) il valore di un'azione si aggira attorno ai 7,5€, misurando un +40,31% di performance nell'ultimo anno (Borsa Italiana s.d.).

L'attrattività del titolo è spinta anche dalla distribuzione di dividendi avvenuta costantemente negli anni da parte di Growens, che ha saputo registrare un utile netto in ogni esercizio degli ultimi 10 anni (escluso il 2022).

Questa crescita di valore dell'equity permette all'azienda di poter investire e in caso indebitarsi con maggiore sicurezza, senza peggiorare indici di bilancio come il rapporto Long-Term Debt su Equity che, via Bloomberg, è rimasto stabile negli ultimi 5 anni attorno al 30%.

⁸⁴ L'Accelerated Bookbuild è una procedura con cui vengono cedute ad investitori istituzionali quote societarie particolarmente rilevanti. Uno dei vantaggi dell'Accelerated Bookbuild è proprio la velocità. Le azioni sono cedute in un massimo due giorni e senza bisogno di nessuna operazione pubblicitaria (come accade invece per le Ipo). Un'altro vantaggio è il collocamento ad investitori istituzionali e non direttamente sul mercato (che potrebbe non essere in grado in un breve lasso di tempo di assorbire una quantità troppo elevata di azioni).

Fonte Borsa Italiana



Figura 26, Performance del titolo Growens nel quinquennio 2019-2024

Quella di Growens S.p.A. è stata una crescita sotto tutti i punti di vista: sotto l'aspetto economico i ricavi sono passati dai 7.716.451€ di fine esercizio 2015 ai 27.589.000€ al 31.12.2022, questa crescita del giro d'affari ha portato l'impresa in un'altra dimensione passando nello stesso arco temporale da avere 54 dipendenti a 187. (Fonte Bilanci depositati nel portale AIDA). A testimonianza di ciò ci sono anche le valutazioni effettuate e riportate dal portale Bloomberg secondo il quale, l'enterprise value di Growens è passato negli ultimi 5 anni dai 70 milioni circa a superare i 100 nei primi mesi del 2024.

L'evoluzione che più ci interessa a sostegno di questa tesi coinvolge l'area finanziaria del gruppo. Dati come il rapporto di indebitamento mostrano un andamento via via sempre migliore dal punto di vista finanziario, alimentato dalla capacità di raggiungere capitali in modo efficiente attraverso la quotazione in EGM.

Sono diversi gli indici di bilancio che mostrano un livello di dipendenza dal sistema bancario decrescente dalla quotazione in poi: il rapporto tra debiti v/banche sul fatturato è passato dal 22,61 nel 2015 (32,75 nel 2016) al 17,92 del 2022. Di pari passo il grado di indipendenza da terzi che passa da 0,97 del 2015 al 1,46 del 2022.

Invariato il rapporto debito/equity.

Fonte, Bilancio Growens S.p.A. - AIDA
GROWENS S.P.A.

Bilancio non consolidato	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR
1. Indicatori finanziari									
- Grado di ammortamento	n.d.	1,42	n.d.	n.d.	1,88	1,66	2,06	n.d.	n.d.
- Rapporto di indebitamento	2,13	2,25	2,26	2,35	2,29	2,13	3,91	2,81	2,54
- Indice di copertura delle immob. (finanziario)	0,82	0,97	0,97	0,89	0,83	0,95	0,50	0,57	1,01
- Debiti v/banche su fatt.	17,92	20,19	20,73	13,14	12,39	26,38	32,75	22,61	0,12
- Costo denaro a prestito	2,33	1,95	1,66	2,47	2,11	1,21	1,01	0,12	6,99
- Grado di copertura degli interessi passivi	2,62	29,02	54,15	49,71	22,37	42,90	39,00	n.s.	n.s.
- Oneri finanz. su fatt.	0,42	0,39	0,34	0,33	0,26	0,32	0,33	0,03	0,01
- Indice di indep. Finanz.	46,94	44,46	44,17	42,50	43,72	47,03	25,59	35,54	39,37
- Grado di indep. da terzi	1,46	1,33	1,23	1,18	1,31	1,55	0,52	0,87	1,61
- Posizione finanziaria netta	5.345.000,00	1.992.000,00	3.685.000,00	3.532.000,00	657.000,00	-5.195.000,00	352.000,00	965.887,00	-3.222.584,00
- Debt/Equity ratio	0,33	0,48	0,56	0,53	0,41	0,25	0,60	0,36	0,02

Figura 27, Indici di bilancio Growens S.p.A.

Le analisi svolte e documentate nel portale Bloomberg seguono l'andamento precedentemente descritto: scremando il debito totale, è possibile calcolare il rapporto Long-Term Debt / Total Liabilities e capire quanto il debito a lungo termine (principalmente fonti di finanziamento e/o debito bancario) incidano sul totale del passivo patrimoniale. Nel secondo semestre del 2023 questo valore era 6,83%, ben inferiore al 9,44% (ultimo dato pre-covid al 31.12.2019).

Riportare i dati da stato patrimoniale nel caso di Growens non avrebbe portato ad una analisi corretta. La crescita esponenziale che ha avuto negli anni ha ovviamente influenzato anche le poste contabili passive, e una loro analisi in termini assoluti e non relativi non sarebbe stata utile: nel caso parliamo dei debiti verso le banche o la posizione finanziaria netta. I primi, infatti, sono passati dall'essere attorno ai 2 milioni (entro e oltre l'esercizio) ai 4,5 circa del 2022: tuttavia ampiamente comprensibile e addirittura cresciuti in maniera inferiore rispetto alla precitata crescita dei ricavi.

3.4) PORTOBELLO S.P.A.

La casistica di Portobello è particolarmente interessante sia per il peculiare sistema di business che attua, sia perché testimonia un utilizzo differente dello strumento Euronext rispetto alle altre società portate ad esempio. Portobello a differenza delle altre aziende trattate finora non ha abbassato in modo considerevole il livello di indebitamento negli anni, o almeno ad oggi, né ha creato particolarmente valore per gli azionisti; tuttavia, risulta un caso di studio particolarmente interessante per i legami tra le variazioni delle performance aziendale e del titolo di borsa, ma anche di come la società abbia deciso di entrare nel mercato di capitali per accelerare la sua già rapida crescita.

Interessante è anche la connessione tra i periodi di risultati aziendali deludenti di Portobello con le performance negative del titolo in borsa, viceversa a periodi positivi nel mercato Euronext Growth sono susseguiti buoni risultati economico patrimoniali. Nonostante queste oscillazioni, il principale e costante effetto che la quotazione ha dato a Portobello è un considerevole aumento di visibilità che ha portato alla rapida crescita dell'azienda.

Portobello nasce a Roma nel 2016, l'azienda opera nel settore della rivendita di spazi pubblicitari che possono essere di loro proprietà o acquisiti da terzi, in cambio di pagamento in denaro o tramite il barter. Il barter è una pratica commerciale tra imprese per lo scambio di beni o servizi in compensazione: un'azienda che abbia intenzione di pianificare una campagna media può utilizzare le proprie merci come metodo di pagamento verso Portobello. La visione di Portobello si basa su questo:

“Lavoriamo per potenziare il nostro modello di business circolare, etico ed innovativo e per estendere la nostra rete vendita su tutto il territorio nazionale”.

L'idea di business innovativa di Portobello l'ha portata, dopo soli 18 mesi dalla sua nascita, ad essere la più giovane impresa quotata nell'allora AIM Italia nel 2018.

La compagnia opera attraverso tre differenti Unità Strategiche di Business, che sono altamente interconnesse:

- **Media & Advertising:** questa divisione gestisce l'acquisto e la vendita di spazi pubblicitari, sia di proprietà (la società è anche editrice) che di terzi. Gli spazi vengono ceduti in vendita o utilizzati attraverso il baratto per ottenere prodotti da rivendere tramite altre vie.
- **Retail (B2C):** Questo ramo comprende negozi che vendono prodotti ad alta

rotazione situati in luoghi con alto traffico, oltre alla vendita su importanti piattaforme di e-commerce.

- Business-to-Business (B2B): per ottimizzare la rotazione delle merci, una parte delle rimanenze di magazzino viene venduta attraverso canali B2B.

Capitale raccolto

In data 13/07/2018, la società si quota tramite IPO, raccogliendo 1,95 milioni di euro, vendendo il 33% del proprio capitale sociale al prezzo di 4,40€.

Alla quotazione sono susseguiti diversi aumenti di capitale e cambiamenti nella composizione del capitale, stando agli ultimi aggiornamenti resi pubblici dalla società⁸⁵, il flottante disponibile è salito al 44,69%. (Portobello.it s.d.)

Il primo aumento di capitale è avvenuto in giugno 2021, tre anni dopo la quotazione in Euronext Growth Milan. In tale circostanza sono state emesse azioni imputate a quota capitale al valore di 0,20€ l'una, ma vendute tramite conferimento di denaro pari al valore di mercato al momento dell'emissione: la differenza tra i due valori è stata appostata a riserva da sovrapprezzo⁸⁶. Questa operazione ha portato un aumento del capitale dai €533.690 di fine esercizio 2020 ai €619.490 del 31.12.2021; ma soprattutto una crescita della riserva da sovrapprezzo azioni di quasi 10milioni di euro.

A fine 2023 è iniziato il percorso per un nuovo aumento di capitale tramite l'emissione di nuove azioni, un totale massimo di 1.142.850 azioni ordinarie. La vendita delle suddette è stata divisa in due, una fase dedicata agli investitori che già possedevano azioni di Portobello e nominata infatti "Periodo in Opzione", che è durata dal 15 gennaio 2024 al 1° febbraio 2024. In questo periodo sono stati esercitati n. 2.937.255 diritti di opzione e, conseguentemente, sono state sottoscritte n. 979.085 Nuove Azioni, pari all'85,67% del totale delle Nuove Azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale, per un ammontare complessivo (comprensivo di sovrapprezzo) pari ad euro 6.853.595⁸⁷. Di questa emissione tramite opzione, il 55% circa è stato esercitato dalla società Expandi S.r.l., resasi cessionaria dei diritti di opzione di alcuni dei soci fondatori della società.

I residui n. 491.295 diritti di opzione non esercitati nel corso del "Periodo di Opzione" ("Diritti Inoptati"), che attribuiscono il diritto alla sottoscrizione di n. 163.765 azioni

⁸⁵ Sito: <https://www.portobellospa.com/info-per-gli-azionisti/>

⁸⁶ Sito Portobello.it- Parere del Collegio Sindacale sulla congruità del prezzo di emissione

⁸⁷ Comunicato Stampa Portobello; 8 febbraio 2024 - RISULTATI DEFINITIVI DELL'AUMENTO DI CAPITALE CHE RISULTA INTEGRALMENTE SOTTOSCRITTO

ordinarie, corrispondenti al 14,33% del totale delle Nuove Azioni, sono stati offerti su Euronext Growth Milan, ed interamente venduti nel corso delle sedute del 6 e 7 febbraio 2024. A seguito delle operazioni descritte, l'aumento di Capitale risulta integralmente sottoscritto per un controvalore complessivo di euro 7.999.950,00.

L'ultimo aggiornamento reso noto dall'azienda su una variazione del capitale sociale è del 27 febbraio 2024, nel quale vengono riassunte le operazioni di aumento di capitale avvenute negli ultimi mesi, con particolare dettaglio all'operazione di aumento di capitale dedicata ad investitori qualificati/istituzionali avvenuta in data 19 febbraio 2024. L'operazione in questione ha avuto ad oggetto complessive n. 661.050 nuove azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale, corrispondenti a circa il 12,44% del nuovo capitale sociale, per un controvalore complessivo dell'aumento pari ad euro 4.627.350.

A seguito dell'integrale sottoscrizione delle azioni di nuova emissione il capitale sociale di Portobello post aumento è arrivato a €1.017.191,40, suddiviso in n. 5.315.602 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale espresso, con un flottante pari a circa il 44%.⁸⁸

Fonte Comunicato stampa Portobello S.p.A.

	Attuale capitale sociale			Variazioni			Precedente capitale sociale		
	Euro	n. azioni	Val. nom. unitario	Euro	n. azioni	Val. nom. unitario	Euro	n. azioni	Val. nom. unitario
Totale di cui:	1.017.191,40	5.315.602	-	125.599,50	661.050	-	891.591,90	4.654.552	-
Azioni ordinarie	1.017.191,40	5.315.602	-	125.599,50	661.050	-	891.591,90	4.654.552	-

Figura 28, dettaglio di variazione del Capitale Sociale al 27 febbraio 2024

Performance Titolo azionario

La scelta di analizzare il caso Portobello deriva anche dall'altissimo turnover che ha caratterizzato il mercato azionario dell'azienda. Secondo i dati di Borsa Italiana, le azioni di Portobello sono state le seste più scambiate nell'anno 2023 nel mercato Euronext Growth Milan: parliamo di 52.917.000€ di valore in azioni scambiate. Ancor più significativo è il dato del turnover sul market cap che per il periodo descritto è del 172%.

⁸⁸ Portobello Comunicato Stampa, 27 febbraio 2024 - Comunicazione di variazione del capitale sociale. Comunicazione di cambiamento sostanziale partecipazioni significative

Nello stesso periodo le performance del titolo non sono stato affatto soddisfacenti per gli investitori: il titolo è passato da valere 26,4€ nel gennaio 2023 a 8,5€.

Di seguito l'andamento del titolo nel corso degli ultimi 5 anni, come si può vedere il titolo ha avuto una crescita esponenziale nel periodo dell'emergenza pandemica, ha iniziato a crescere nel 2020 salvo poi schizzare di valore nel febbraio 2021 (percorso simile per molti altri titoli di aziende che operano nel settore dell'e-commerce).

Successivamente il titolo si è normalizzato, arrivando pian piano ai valori pre-pandemici: ad oggi (maggio 2024) si attesta su valori tra i 6€ e i 7€.

Fonte, Borsa Italiana



Figura 29, Performance del titolo Portobello nel quinquennio 2019-2024

Le politiche finanziarie attuate dal board hanno influenzato il rendimento dello stesso: gli aumenti di capitale hanno portato un eccesso di offerta rispetto alla domanda con conseguente perdita di valore del titolo. EGM è un mercato con visibilità minore e quindi un annacquamento del capitale ha conseguenze ben maggiori rispetto ad altri mercati azionari.

Performance Aziendali

Tramite questo caso di studio è stato possibile notare una correlazione tra i risultati aziendali e l'andamento del titolo di borsa. La posizione finanziaria netta di Portobello è passata da essere addirittura negativa di mezzo milione a fine esercizio 2017, ad aumentare gradualmente, ma senza preoccupare gli investitori poiché, come vedremo in seguito, a crescere sono stati anche i ricavi e il giro d'affari; tuttavia, nel 2022,

contestualmente alla perdita di valore del titolo, l'incremento della posizione finanziaria netta è stato superiore al trend del periodo. In ugual maniera sono aumentati in negativo indici di bilancio che misurano il livello di indebitamento dell'azienda come il rapporto Debito/Equity (in conseguenza al crollo delle azioni Portobello) e il rapporto debito/Ebitda.

Dati questi aspetti, l'esperienza di Portobello nel mercato azionario rimane da considerarsi positiva, a difesa di questa tesi ci sono molti dati empirici ma anche comportamenti fattuali dei soci/dirigenti. L'uso dell'aumento di capitale tramite i mercati descritto precedentemente, divenuto ormai abituale per la società, sottolinea un apprezzamento dei risultati ottenuti da parte del management che lo vede come uno strumento estremamente utile per la raccolta di capitale da investire: la risposta degli investitori inoltre sollecita l'impresa a perseguire questa strada dati i livelli di turnover del titolo e la velocità con cui le nuove emissioni sono state assorbite dal mercato.

A ulteriore testimonianza c'è la crescita dell'Enterprise Value, quadruplicato secondo Bloomberg, passato dai 30milioni del 2019 ai 120 circa di fine esercizio 2023.

Negli anni sono migliorati molte poste di bilancio di Portobello, a partire dal risultato netto che è sempre stato in positivo dall'anno di fondazione ad oggi, (13 milioni nel 2022), al quale è seguita una non banale capacità di incrementare le disponibilità liquide e quindi generare cassa.

Fonte Bilanci Portobello SpA - AIDA
PORTOBELLO S.P.A.

Bilancio non consolidato	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR
PATRIMONIO NETTO							
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	48.417.141	35.245.008	16.131.295	10.102.204	5.351.791	406.133	63.513
A.II. Riserva da sovrapprezzo	12.767.452	12.767.452	2.816.250	2.684.250	2.684.250	0	0
A.IV. Riserva legale	123.898	106.738	103.054	99.807	10.000	2.675	0
A.VI. Altre riserve	21.711.844	12.707.154	6.793.212	2.052.462	346.134	10.836	0
A.VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	158.787	-32.637	-69.557	0	0	0	0
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	0	0	0	0	0	0	0
A.IX. Utile/perdita di esercizio	13.149.768	9.076.811	5.954.646	4.750.415	1.796.137	342.622	53.513

Figura 30 Variazione del Patrimonio Netto negli anni per Portobello SpA

L'aumento dei debiti non preoccupa poiché è consequenziale all'aumento del giro d'affari della società, passata da avere un fatturato di 10milioni nel 2017 agli oltre 120 del 2022. Inoltre, l'indice che misura il rapporto di indebitamento (debiti totali su patrimonio netto) è sceso negli anni.

Fonte Bilanci Portobello SpA - AIDA

PORTOBELLO S.P.A.

Bilancio non consolidato	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR
	12 mesi Dettagliato ICS	3 mesi Abbreviato ICS					
1. Indicatori finanziari							
- Indice di liquidità	0,49	0,38	0,68	1,36	1,29	0,42	0,23
- Indice di indebitam. a breve	0,53	0,65	0,50	0,74	1,00	1,00	1,00
- Indice di indebitam. a lungo	0,47	0,35	0,50	0,26	0,00	0,00	0,00
- Indice di copertura delle immob. (patrimoniale)	0,02	0,03	0,05	0,05	0,06	0,05	0,14
- Rapporto di indebitamento	2,34	2,39	3,25	3,93	5,89	18,07	35,99
- Indice di copertura delle immob. (finanziario)	6,70	6,40	5,57	4,30	2,24	2,80	3,97
- Costo denaro a prestito	1,93	2,49	1,99	3,29	0,61	n.d.	n.d.
- Grado di copertura degli interessi passivi	24,42	34,61	35,91	56,66	n.s.	80,50	n.d.
- Oneri finanz. su fatt.	0,69	0,53	0,46	0,31	0,01	0,07	0,00
- Indice di indep. Finanz.	42,68	41,84	30,74	25,43	16,97	5,53	2,78
- Grado di indep. da terzi	0,78	0,92	0,66	0,50	0,44	0,07	0,03
- Posizione finanziaria netta	42.446.980,00	17.664.369,00	13.856.131,00	5.248.907,00	-108.861,00	-540.661,00	n.d.
- Debt/Equity ratio	0,93	0,56	1,02	0,62	0,09	0,00	n.d.
- Debt/EBITDA ratio	2,16	1,24	1,56	0,79	0,14	0,00	n.d.

Figura 31 Indici di bilancio Portobello SpA

3.5) OSAI AUTOMATION SYSTEM

La OSAI A.S. S.p.A. nasce nel 1991 dall'idea del suo fondatore Carlo Ferrero, nell'intento di realizzare soluzioni per l'automazione dei processi industriali.

Con sede a Parella (TO) occupa più di 250 dipendenti sparsi nelle proprie filiali, tra le quali tre estere localizzate in Germania, Cina e Stati Uniti. Per garantire un supporto completo e tempestivo, le sedi sono supportate da una rete di oltre 40 partner commerciali per la vendita e l'assistenza.

Osai Automation System S.p.A si distingue nel mercato come fornitore di soluzioni nell'automazione dei processi per linee di produzione principalmente impiegate in settori ad elevato contenuto tecnologico, attraverso un portafoglio di tecnologie versatile e interdisciplinare. Il gruppo si concentra principalmente su quattro divisioni operative: Automazione, Elettronica & Applicazioni Laser, Semiconduttori e Assistenza Post-vendita.

Nel corso degli anni la crescita di OSAI l'ha portata a raggiungere un giro d'affari ragionevole per programmare un ingresso nel mercato borsistico. Da qui, nel novembre del 2020 avviene la quotazione dell'azienda piemontese nel mercato Euronext Growth Milan.

Capitale Raccolto

La quotazione di OSAI avviene il 3 novembre 2020, nella quale vengono vendute le azioni di OSAI al prezzo di 1,50€, raccogliendo capitale per 7,75 milioni.

La procedura di raccolta di capitale attraverso l'emissione di azioni è nata come uno strumento tutt'altro che sporadico nella vita di OSAI: compresa la potenzialità dello strumento già con la quotazione, il management della società progettò un piano quinquennale di raccolta di capitali che andasse quindi dalla fine del 2020 all'esercizio 2025; dettagliato e descritto pubblicamente tramite i comunicati agli investitori nel sito ufficiale di OSAI S.A.⁸⁹ (OSAI.it s.d.) Nell'operazione di quotazione inoltre, grazie a un sistema di incentivi statale, alla società è stato riconosciuto un credito d'imposta di 500.000€.

La società aveva disposto con la quotazione anche la distribuzione di strumenti derivati come i warrant⁹⁰ a tutti gli azionisti che avessero partecipato all'IPO. I warrant, con

⁸⁹ Sito Ufficiale OSAI - <https://osai-as.com/warrant/>

⁹⁰ Warrant su Azioni: strumento finanziario derivato che attribuisce al detentore il diritto, ma non l'obbligo, di sottoscrivere una determinata quantità di titoli (attività sottostante) a un prezzo predefinito a o entro una scadenza prestabilita, secondo un determinato rapporto

scadenza semestrale, avrebbero permesso a chi già fosse azionista di investire ulteriore capitale nell'azienda attraverso un canale avvantaggiato e seguendo una procedura facilitata. I warrant sono fondamentalmente delle opzioni che una volta esercitate ad un determinato prezzo rendono il titolare del warrant titolare del sottostante, in questo caso azioni OSAI. Il prezzo dell'opzione d'esercizio è stato scelto di 1€ per la prima sessione e a salire per le seguenti.

Il primo "Short-Run Warrant" è avvenuto nel periodo compreso tra il 30 marzo e il 14 aprile 2021, nel corso del quale i portatori di warrant avevano possibilità di richiederne l'esercizio al prezzo di €2, con diritto di sottoscrivere ulteriori azioni ordinarie OSAI di nuova emissione, prive del valore nominale, aventi godimento regolare e con le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie OSAI in circolazione alla data di emissione.

L'operazione ha portato ad una modificazione del capitale sociale poiché sono state emesse 991.200 nuove azioni conseguentemente all'esercizio del warrant. Di seguito una tabella riepilogativa.

Fonte Comunicato Stampa OSAI

	Capitale sociale attuale sottoscritto e versato			Capitale sociale precedente sottoscritto e versato		
	Euro	n. azioni	Val. nominale unitario	Euro	n. azioni	Val. nominale unitario
Totale	1.499.120	14.991.200	Prive di valore nominale	1.400.000	14.000.000	Prive di valore nominale
Di cui Azioni Ordinarie	1.499.120	14.991.200	Prive di valore nominale	1.400.000	14.000.000	Prive di valore nominale

Figura 32, Variazione del capitale sociale OSAI aprile 2021

In questa data il capitale sociale arriva ad essere composto per il 41% circa da flottante; la restante parte in capo alla unica socia Mirella Ferrero.

Nel maggio dello stesso anno è stata distribuita la seconda frazione di Warrant agli investitori secondo le seguenti modalità: *"I warrant saranno assegnati gratuitamente a tutti i possessori di azioni ordinarie emesse da OSAI S.p.A. con decorrenza 04 maggio 2021 in ragione di n. 1 (uno) Warrant ogni n. 10 (dieci) azioni possedute e saranno identificati con il codice ISIN IT0005424822."*⁹¹

A seguito dell'emissione dei nuovi warrant, il numero complessivo dei warrant in circolazione salì a 2.015.720.

⁹¹ Comunicato Stampa OSAI, 3 maggio 2021 – <https://osai-as.com/warrant/>

Nella prima finestra disponibile per l'esercizio dei warrant, ovvero nel mese di giugno 2021, sono state emesse 917.024 nuove azioni portando il capitale sociale a 1.590.822,40€ e la quota di flottante al 48,11%.

Con il secondo periodo di esercizio (finestra temporale per esercitare i warrant) di ottobre 2021 il prezzo d'opzione è salito a 2€, in adeguamento all'aumentare del valore del titolo. In questo periodo sono stati esercitati 78.185 Warrant e sono state quindi assegnate 78.185 azioni ordinarie Osai A.S. S.p.A. di nuova per un controvalore complessivo di euro 156.370,00. Il nuovo capitale sociale è arrivato quindi a 1.598.640,90€, composto per un 48,73% da flottante libero e il restante proprietà dell'unico socio Mirella Ferrero.

Nel corso degli anni si è registrato un leggero calo di opzioni esercitate da parte dei detentori di Warrant; nella finestra di giugno 2022 (terzo periodo) sono stati raccolti solo 2400€ come nuovo capitale conseguentemente a 1200 azioni di nuova emissione. Diversi risultati per la sessione di ottobre 2022 (quarto periodo) nella quale a seguito di 139.598 Warrant esercitati sono state quindi assegnate, al prezzo di €2,00 per azione, n. 139.598 azioni ordinarie Osai A.S. S.p.A., per un controvalore complessivo di €279.196,00.

L'ultimo dato disponibile reso noto dall'azienda coincide con il quinto periodo valido per l'esercizio dei Warrant, e si riferisce a luglio 2023, durante il quale sono state emesse 3100 nuove azioni, per un controvalore di 6.200€ raccolti. Restano disponibili, fino alla conclusione del progetto quinquennale, 876.606 Warrant.

Di seguito l'ultima variazione del capitale sociale disponibile.

Fonte Comunicato Stampa OSAI

	Capitale sociale attuale sottoscritto e versato			Capitale sociale precedente sottoscritto e versato			Variazione		
	Euro	N. azioni	Val. nominale unitario	Euro	N. azioni	Val. nominale unitario	Euro	N. azioni	Val. nominale unitario
Totale	1.613.030,70	16.130.307	Prive di valore nominale	1.612.720,70	16.127.207	Prive di valore nominale	310	3.100	Prive di valore nominale
Azioni ordinarie	1.613.030,70	16.130.307	Prive di valore nominale	1.612.720,70	16.127.207	Prive di valore nominale	310	3.100	Prive di valore nominale

Figura 33 Variazione del capitale sociale OSAI agosto 2023

La composizione del capitale sociale è riportata accentuando il superamento dell'investitore *Eiffel Investment Group* della soglia del 5% tramite le ultime finestre di esercizio delle Warrant, diventando quest'ultimo il secondo azionista della società per quote detenute.

Fonte Comunicato stampa OSAI

	Numero azioni	% capitale sociale	% diritti di voto
Mirella Ferrero	8.254.00	51,17%	51,17%
Eiffel Investment Group	883.400	5,48%	5,48%
Mercato	6.992.907	43,35%	48,35%

Figura 34 Composizione del capitale sociale OSAI

Performance Titolo azionario

Le scelte sulle politiche finanziarie e la strategia di raccolta di capitali basata sui Warrant ha ovviamente inciso sulla performance del titolo azionario. La possibilità per una ampia fetta di azionisti di acquistare ad un prezzo prefissato il titolo può presumibilmente aver scoraggiato nuovi investitori ad acquistare dal mercato secondario. Inoltre, le numerose raccolte di capitale effettuate dall'azienda hanno avuto sicuramente effetti positivi per le performance aziendali (come verrà descritto meglio nel prossimo paragrafo) ma non si può dire altrettanto per le performance del titolo nel mercato secondario.

Nonostante l'azienda abbia sempre creato utile a sufficienza da rendere quantomeno valido investire in OSAI, l'annacquamento del capitale con l'emissione di nuove azioni rende meno attrattivo investirvi.

Fonte Borsa Italiana



Figura 35 Rendimento titolo OSAI 2020-2024

Nella *Figura 35* si nota la variazione del titolo, il quale è cresciuto fino ad un massimo di 5,6628€ ad inizio 2021, salvo poi lentamente scendere fino agli attuali 1,20 di maggio 2024. La perdita di valore segue di pari passo la diminuzione delle Warrant esercitate nelle finestre atte. I motivi sono da imputare probabilmente ad un eccesso di offerta per la domanda del titolo; da qui sorgono delle considerazioni che verranno trattate maggiormente nel capitolo successivo.

Performance Aziendali

La raccolta di capitale così frequente messa in atto da OSAI non ha pagato per la performance del titolo, ma ha senza dubbio aiutato la società a migliorare la propria struttura patrimoniale.

In prima istanza l'aumento di capitale sociale ha migliorato sensibilmente l'indice debito/equity, sanando la posizione di OSAI: il rapporto è sceso dal 2,90 pre-quotazione, al 1,80 di fine 2022.

In aumento anche indicatori di liquidità, un miglioramento da imputare principalmente alle raccolte di capitale avvenute; sia l'indice di liquidità che le disponibilità liquide sono migliorate rispetto al periodo pre-quotazione.

Fonte Bilanci OSAI - AIDA

OSAI AUTOMATION SYSTEM S.P.A.

Bilancio non consolidato	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2020 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR
	12 mesi Dettagliato Origin. IFRS ICS	12 mesi Dettagliato Origin. IFRS ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS
1. Indicatori finanziari						
- Indice di liquidità	0,73	0,83	1,13	0,62	0,53	0,35
- Indice di indebitam. a breve	0,58	0,67	0,56	0,78	0,72	0,82
- Indice di indebitam. a lungo	0,42	0,33	0,44	0,22	0,28	0,18
TOT. DISPON. LIQUIDE	9.438.000	9.040.000	4.256.977	1.483.407	978.806	208.812

Figura 36 Indicatori e Indici finanziari OSAI

Dal punto di vista economico la crescita di OSAI è stata notevole: l'aumento del fatturato è stato notevole attestando una crescita del 30% dal 2020 al 2022, ovvero nei primi due anni post quotazione. Assieme è aumentato anche il risultato netto che addirittura è passato dai 4 milioni del 2019 ai 7,5 del 2022.

A testimonianza della crescita di OSAI ci sono gli studi di Bloomberg, i quali attestano alla società una crescita dell'Enterprise Value dai 56milioni del 31.12.2020 ai 72,2 del 31.12.2023: una crescita di quasi il 25% in tre anni di quotazione.

3.6) A.B.P. MONICELLI SPA

La ABP Novicelli S.p.A. è stata fondata nel 1987 da Giovanni Novicelli, con l'obiettivo di sviluppare soluzioni innovative per l'automazione industriale. Con sede a Bologna, l'azienda conta oltre 300 dipendenti distribuiti nelle sue filiali, tra cui quattro estere situate in Francia, India, Brasile e Canada. Per garantire un supporto completo e tempestivo, le sedi sono supportate da una rete di oltre 50 partner commerciali per la vendita e l'assistenza.

ABP Novicelli S.p.A. si distingue nel mercato come fornitore di soluzioni di automazione per linee di produzione, principalmente impiegate in settori ad alto contenuto tecnologico, attraverso un portafoglio di tecnologie versatile e interdisciplinare. Il gruppo si concentra principalmente su quattro divisioni operative: Automazione, Robotica, Intelligenza Artificiale e Assistenza Post-vendita.

Nel corso degli anni, la crescita di ABP Novicelli l'ha portata a raggiungere un giro d'affari considerevole, tanto da pianificare un ingresso nel mercato borsistico. Così, nel marzo 2021, l'azienda emiliana viene quotata sul mercato Euronext Growth Milan.

A.B.P. Novicelli è strutturata in diverse divisioni operative, ciascuna focalizzata su specifici segmenti di mercato:

- **Impianti Meccanici:** Progettazione, installazione e manutenzione di impianti di climatizzazione, riscaldamento, ventilazione e idraulici.
- **Impianti Elettrici:** Soluzioni avanzate per impianti elettrici, sistemi di automazione e distribuzione dell'energia.
- **Facility Management:** Servizi completi di gestione e manutenzione degli impianti, garantendo efficienza operativa e riduzione dei costi.
- **Energie Rinnovabili:** Progetti e installazioni di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, come solare, eolico e biomassa.

Raccolta Capitali

Il comunicato stampa diffuso da ABP Novicelli S.p.A. annuncia l'ammissione delle proprie azioni ordinarie alle negoziazioni sul mercato AIM Italia, con l'inizio delle negoziazioni previsto per il 30 marzo 2021. L'operazione di quotazione, interamente finalizzata all'aumento di capitale, ha riscosso un notevole successo, con una domanda pari a circa 2,5 volte l'offerta, generando un controvalore complessivo di oltre 11 milioni di euro grazie al collocamento di 3.450.000 azioni ordinarie al prezzo di 3,20 euro per

azione.

Il collocamento, che ha attirato l'interesse sia degli investitori istituzionali italiani sia di quelli esteri, con una copertura estera del 30%, rafforza la posizione finanziaria della società e amplia la sua base azionaria. In particolare, delle azioni collocate, 3.050.000 sono di nuova emissione, mentre 400.000 provengono dall'esercizio dell'opzione di *over allotment* concessa all'azionista di riferimento della società a Integrae SIM S.p.A., in qualità di Global Coordinator. La riuscita dell'operazione non solo testimonia la fiducia degli investitori nella strategia e nelle prospettive di crescita di ABP Nocivelli, ma conferisce anche una capitalizzazione di mercato iniziale di oltre 96 milioni di euro, destinata a crescere in caso di esercizio dell'opzione greenshoe.

Con un flottante del 10,15%, che potrebbe salire all'11,33% in caso di integrale esercizio dell'opzione greenshoe, ABP Nocivelli si prepara a sfruttare le opportunità offerte dell'allora mercato AIM Italia per sostenere e accelerare la propria crescita e consolidamento nel settore.

Nel primo giorno di negoziazioni, il titolo ha chiuso a 3,235 euro, in aumento rispetto al prezzo di collocamento di 3,20 euro, con un volume di scambio di 505.500 azioni per un controvalore di circa 1,7 milioni di euro. Questo risultato non solo conferma la fiducia degli investitori nelle prospettive di crescita e nella solidità finanziaria della società, ma anche la validità della strategia di espansione attraverso il mercato EGM. Con una capitalizzazione complessiva di circa 97,2 milioni di euro, ABP Nocivelli si consolida ulteriormente come leader di settore a livello nazionale, pronta a cogliere nuove opportunità di sviluppo nel mercato delle infrastrutture sanitarie e ospedaliere.

Il 28 aprile 2021, ABP Nocivelli ha annunciato l'esercizio integrale dell'opzione greenshoe da parte di Integrae SIM S.p.A. per un totale di 400.000 azioni ordinarie al prezzo di 3,20 euro per azione. Questa operazione ha portato il totale delle azioni collocate a 3.450.000, con un ammontare complessivo della raccolta pari a 11.040.000 euro. L'integrale esercizio dell'opzione greenshoe ha incrementato il flottante all'11,33%, con un capitale sociale rappresentato da 30.450.000 azioni ordinarie.

La distribuzione del capitale vede Bruno Nocivelli detenere il 57,64%, Laura Salvatore il 26,60%, Nicola Turra il 3,55%, Alessandra Perego lo 0,89%, e il mercato l'11,33%.

La riunione dell'Assemblea degli Azionisti di A.B.P. Nocivelli S.p.A. del 22 ottobre 2021 rappresenta un momento significativo per l'azienda specializzata nella realizzazione di impianti tecnologici e nei servizi di Facility Management. Durante questa assemblea,

sono state prese importanti decisioni riguardanti il bilancio d'esercizio al 30 giugno 2021 e l'autorizzazione all'acquisto e alla disposizione di azioni proprie, oltre a modifiche statutarie.

L'approvazione dell'autorizzazione all'acquisto e alla disposizione di azioni proprie riveste un significato strategico per la società, consentendo flessibilità nell'utilizzo di strumenti finanziari per sostenere la liquidità, implementare piani di incentivazione per dipendenti e dirigenti e partecipare ad operazioni straordinarie di interesse per l'azienda. Le modifiche statutarie adottate, finalizzate all'adeguamento alle esigenze di business della Società, testimoniano l'attenzione all'evoluzione normativa e alle dinamiche del mercato, garantendo la coerenza tra la struttura statutaria e la strategia aziendale.

Performance Titolo azionario

L'Azienda Bresciana Petroli Nocivelli S.p.A. ha registrato un andamento dei titoli azionari che riflette la solidità e la stabilità della sua performance aziendale. Con Bruno Nocivelli come azionista di maggioranza, detentore del 57,63% delle azioni, l'azienda ha mantenuto una posizione dominante nel mercato. La presenza di altri importanti azionisti, come Laura Salvatore con il 26,6% e Nicola Turra con il 3,55%, contribuisce a una distribuzione equilibrata dell'azionariato. Il restante 11,33% è rappresentato da azioni fluttuanti sul mercato.

Fonte 1 Borsa Italiana

Fonte: Borsa Italiana



Figura 37 Variazione valore del titolo 2021-2024

Nonostante le fluttuazioni tipiche del mercato azionario, l'azienda ha dimostrato una resilienza notevole nel mantenere il valore delle sue azioni. Questo è riflesso anche dal fatto che il Direttore delle Relazioni con gli Investitori, Alessandra Perego, possiede una quota azionaria dell'0,89%, dimostrando fiducia interna nei confronti dell'azienda e del suo potenziale di crescita.

Il titolo, attestato a 3,20€ il primo giorno di quotazione, si è attestato ad una performance di circa +50% in tre anni.

Il suo andamento è stato influenzato positivamente dalle performance finanziarie solide e dalla strategia aziendale orientata alla diversificazione delle attività nei settori dei lavori pubblici, della costruzione di edifici civili e industriali, e della distribuzione di prodotti petroliferi: settori che hanno beneficiato nell'intervallo dalla quotazione ad oggi di scenari macroeconomici positivi.

A supporto degli investitori c'è stato a fine esercizio 2023 una distribuzione di dividendi da parte della società: dopo anni di risultati economici positivi positivi, e un 2023 con 10,6 milioni di utile netto, sono stati distribuiti agli azionisti €0,049 per azione.

Performance Aziendali

L'Azienda Bresciana Petroli Nocivelli S.p.A. ha conseguito risultati finanziari solidi nel corso degli ultimi anni. Il valore della produzione è cresciuto costantemente, raggiungendo €74.231.798 nel 2023; nel 2020, ultimo anno prima della quotazione, si attestava sui € 60.548.995. Questa crescita è stata supportata da un aumento delle attività nei settori dei servizi energetici, della costruzione di infrastrutture pubbliche e private, e della distribuzione di prodotti petroliferi.

L'azienda ha mantenuto un'efficienza operativa, come dimostrato dalla gestione ottimizzata degli acquisti e delle spese per il personale. L'utile netto ha registrato una crescita significativa, passando da €7.150.086 nel 2020 ai €10.331.785 nel 2023. Queste performance finanziarie solide hanno contribuito a rafforzare la posizione dell'azienda sul mercato e a garantire un valore sostenibile per gli azionisti.

A testimonianza della gestione esemplare della società gli indici di bilancio a seguito illustrano la salute in cui l'azienda opera ad oggi.

Fonte AIDA

AZIENDA BRESCIANA PETROLI NOCIVELLI S.P.A. (A.B.P. NOCIVELLI S.P.A.)

Bilancio non consolidato	30/06/2023 EUR	30/06/2022 EUR	30/06/2021 EUR	30/06/2020 EUR	30/06/2019 EUR
	12 mesi Dettagliato ICS				
1. Indicatori finanziari					
- Indice di liquidità	3,62	2,60	3,19	2,63	1,70
- Indice di indebitam. a lungo	0,00	0,00	0,02	0,09	0,14
- Rapporto di indebitamento	1,28	1,42	1,40	1,52	1,91
- Debiti v/banche su fatt.	0,00	0,59	2,03	5,07	10,23
- Costo denaro a prestito	n.d.	n.s.	12,24	4,34	3,67
- Debt/Equity ratio	0,00	0,01	0,03	0,10	0,23

Figura 38 Indici di bilancio ABP

La gestione dell'indebitamento è emblematica di un utilizzo corretto di EGM: Novicelli godeva già di una posizione finanziaria proficua, avendo un livello di indebitamento bassissimo.

Dal 2021 al 2023 è riuscita ad azzerare il debito bancario, avendo a bilancio solo debiti operativi.

Fonte: AIDA

AZIENDA BRESCIANA PETROLI NOCIVELLI S.P.A. (A.B.P. NOCIVELLI S.P.A.)

Bilancio non consolidato	30/06/2023 EUR	30/06/2022 EUR	30/06/2021 EUR	30/06/2020 EUR	30/06/2019 EUR
	12 mesi Dettagliato ICS				
Debiti					
D. TOTALE DEBITI	15.632.324	20.372.454	15.218.260	15.928.665	23.897.409
D.1. Obblig.ni entro	0	0	0	0	0
D.1. Obblig.ni oltre	0	0	0	0	0
D.2. Obblig.ni convert. entro	0	0	0	0	0
D.2. Obblig.ni convert. oltre.	0	0	0	0	0
D.3. Soci per Finanziamenti entro	0	0	0	0	0
D.3. Soci per Finanziamenti oltre	0	0	0	0	0
D.4. Banche entro l'esercizio	0	312.500	904.435	1.804.333	3.357.135
D.4. Banche oltre l'esercizio	0	0	312.500	1.450.561	3.226.961
D.5. Altri finanziatori entro	0	0	0	0	0
D.5. Altri finanziatori oltre	0	0	0	0	0
D.6. Acconti entro	8.998.363	10.464.496	4.020.665	2.149.562	5.291.212
D.6. Acconti oltre	0	0	0	0	0
D.7. Fornitori entro	3.975.596	6.077.073	6.273.555	5.855.375	7.596.115
D.7. Fornitori oltre	0	0	0	0	0

Figura 39 Variazione dei debiti ABP

Capitolo 4) Conclusioni e riflessioni sull'efficacia di Euronext Growth Milan per le PMI

4.1 I risultati di EGM per le società quotate

L'analisi analitica e puntale delle società precedentemente citate ha voluto mettere in mostra diversi scenari di successo, alcuni di più di altri, percorribili le piccole o medie imprese italiane che abbiano preso in considerazione l'idea di sbarcare nei mercati borsistici.

In questa tesi il percorso esposto ha voluto descrivere in prima istanza lo scenario delle PMI, i loro pregi ma soprattutto i loro difetti, cercando di vedere in essi dei margini di miglioramento più che delle minacce alla redditività.

Considerata l'indipendenza dalle fonti di finanziamento, specialmente dal sistema bancario, la maggiore falla nel sistema delle imprese italiane, si è descritto il mercato Euronext Growth Milan proprio come potenziale strumento di finanziamento alternativo. Da qui la domanda che questo ultimo capitolo si pone come obiettivo di rispondere: come e quando funziona?

A dimostrazione della crescente attrattività del mercato dal punto di vista delle aziende, nel 2023 sono state 32 le nuove IPO, 12 in più rispetto all'anno precedente, per una raccolta media di capitale di 6,5Mln⁹².

In contrapposizione a questo dato va riportato l'andamento negativo dell'indice di mercato FTSE Italia Growth che ha segnato un -10,2% nel 2023; diversamente dal +13,1% del FTSE Italia Mid e soprattutto al +28% del FTSE MIB.

Fonte Azimut Direct



Figura 40, Performance a confronto degli indici di mercato

⁹² Borsa Italiana

Va sottolineato che l'andamento degli indici è influenzato dalla numerosità del campione di riferimento. Mentre il MIB e il Mid Cap sono costituiti da un numero fisso di società (il FTSE MIB comprende le prime 40 società per capitalizzazione di Borsa e il Mid Cap le prime 60 società per capitalizzazione che non fanno parte del FTSE MIB), il FTSE Italia Growth è soggetto all'impatto dei nuovi ingressi, con il numero di società quotate che è passato da 132 a gennaio 2020 a 203 a dicembre 2023. Di queste ben 120 hanno avuto un rendimento del titolo negativo, solo 83 sono riuscite a registrare una variazione positiva.

Date le considerazioni sulle variazioni del titolo verrebbe da pensare che i risultati della quotazione in Euronext Growth Milan siano aleatori o quanto meno cambino drasticamente da società in società in base alle politiche scelte dalle stesse. Si può ritenere solo in parte vero. I risultati del titolo azionario però vanno contrapposti alle performance economico-finanziarie delle società nel mercato, da questo punto di vista EGM sembra essere uno strumento positivo per la quasi totalità delle imprese che vi fanno parte.

I ricavi, la redditività e la struttura finanziaria sono aspetti che mediamente tutte le realtà che si quotano in EGM riescono a migliorare sensibilmente, di seguito un'analisi di questi aspetti.

Fonte Elaborazione personale su dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

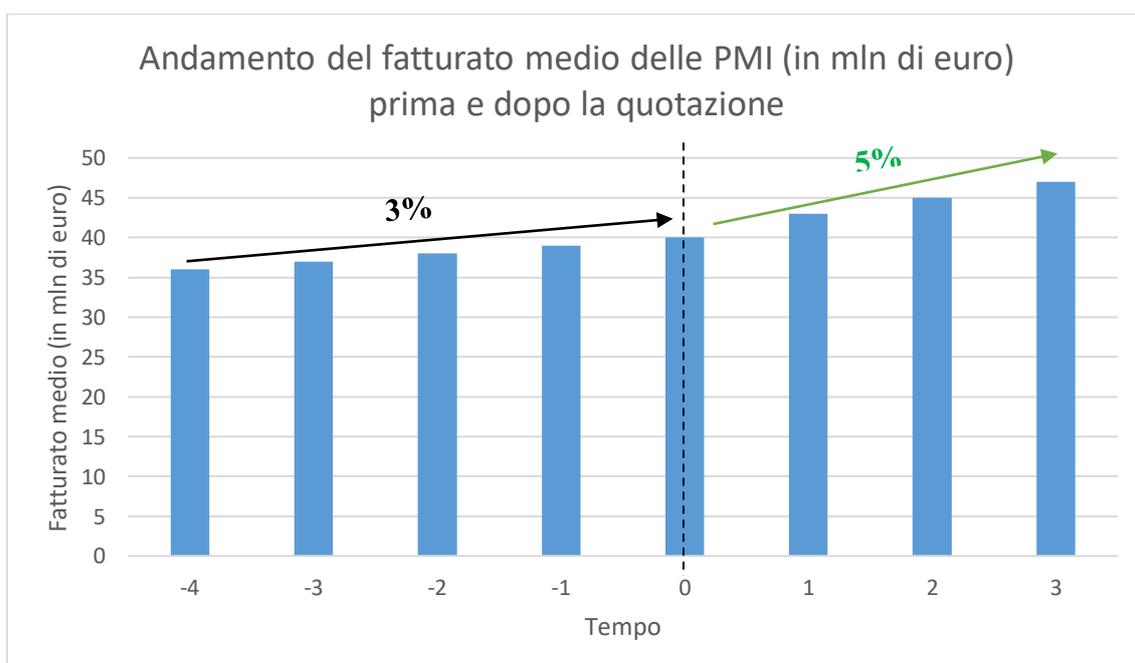


Grafico 6 Andamento del fatturato medio pre e post quotazione in EGM

Come illustrato nel *Grafico 6*, prima della quotazione, le imprese analizzate presentano un fatturato medio di 35,7 milioni di euro, con una crescita media del 3% annuo circa. Dopo tre anni dalla quotazione, le stesse PMI registrano un aumento complessivo medio di fatturato pari al 17% (circa 47 milioni di fatturato medio), che corrisponde ad una crescita superiore al 5% annuo⁹³. (Osservatorio PMI Euronext Growth Milan 2022)

Ancor maggiore è la crescita della redditività post quotazione: come si può osservare dal *Grafico 7*, l'EBITDA medio delle PMI non quotate è di circa 4,8 milioni di euro annui, con un tasso di crescita del 9% annuo. Dopo la quotazione, tuttavia, l'EBITDA cresce ad un tasso medio superiore, pari al 12% annuo. Questo comporta che, dopo tre anni dall'IPO, le imprese registrano mediamente un incremento di circa il 40% della propria redditività.⁹⁴ (Osservatorio PMI Euronext Growth Milan 2023)

Fonte Elaborazione personale su dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

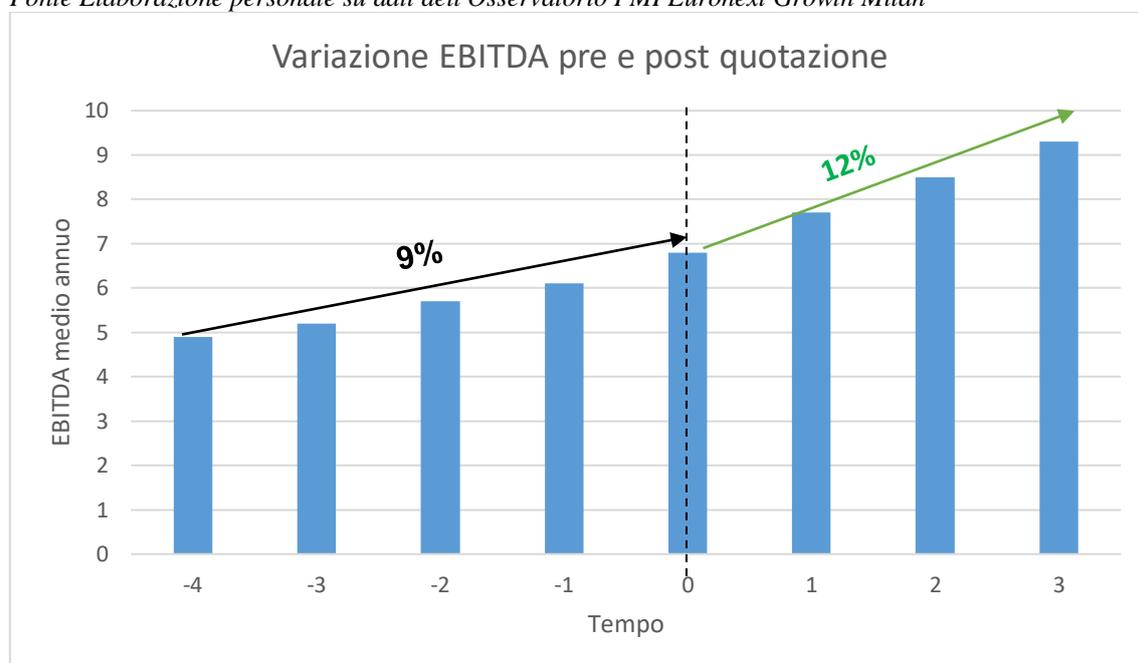


Grafico 7 Variazione dell'EBITDA pre e post quotazione

Le cause sono molteplici, e come descritto in modo approfondito nel capitolo 1), sono spesso indirette all'azione primaria della quotazione: una maggiore visibilità e notorietà dell'azienda, la capacità di attrarre capitale umano maggiormente specializzato e professionale etc. Su questo aspetto una ricerca condotta dall'Osservatorio PMI Euronext

⁹³ 180 società quotate per una capitalizzazione di 10,4 miliardi di euro, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 6 luglio 2022

⁹⁴ Mercato Euronext Growth Milan da record nei primi 8 mesi del 2023, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 30 agosto 2023

Growth Milan evidenzia che, a fine 2022, le 196 PMI italiane quotate su EGM offrivano complessivamente 33.486 posti di lavoro, con una media di 170 posti ciascuna. A tre anni dalla quotazione l'incremento del livello occupazionale è stimato sopra il 50%, un aumento annuo del numero di dipendenti si è attestato attorno al 20% circa⁹⁵ (ISTAT 2022). Inoltre, il capitale umano che entra nelle imprese quotate è tendenzialmente qualificato, poiché la quotazione apre l'azienda a nuove opportunità di crescita e sviluppo. Questo crea al contempo opportunità di carriera più ampie e stimolanti per i dipendenti qualificati: la prospettiva di far parte di un'azienda quotata e in crescita può quindi rappresentare un forte incentivo per attirare talenti ambiziosi.

Dal punto di vista finanziario-patrimoniale, come visto dettagliatamente con i casi studio, EGM è uno strumento più che utile per raggiungere nuovo capitale e migliorare la propria posizione debitoria: assumendo che, come visto nel primo capitolo, la dipendenza dal sistema bancario come principale fonte di finanziamento è uno dei freni alla crescita delle PMI, quando questo problema viene risolto?

Fonte Elaborazione Personale su dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

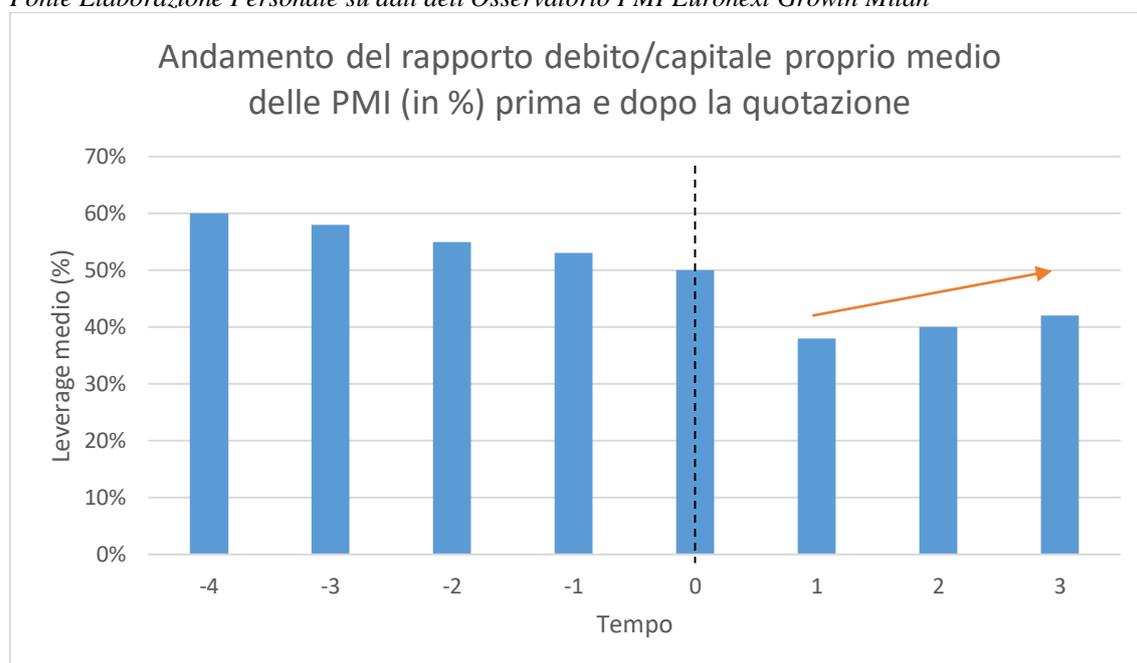


Grafico 8 Andamento del rapporto Debito/Equity

I dati illustrati nel Grafico 8 descrivono perfettamente l'effetto della raccolta di capitali

⁹⁵ Conti Economici delle Imprese e dei Gruppi di Impresa. Anno 2020, Report Istituto Nazionale di Statistica, ISTAT, 2 novembre 2022, istat.it

tramite quotazione: con l'aumento di capitali dovuto all'IPO le imprese registrano una riduzione media di 10 punti percentuali nel rapporto debito su capitale proprio, passando da un livello di *leverage* di 55% a 45%.

Una volta avuto accesso al mercato di capitali la società inizia ad aumentare il suo leverage al fine di spingere verso la crescita aziendale; tuttavia, con i benefici che la quotazione consegue: la maggiore trasparenza richiesta dal mercato rende le aziende più sicure agli occhi degli istituti di credito ne consegue la capacità di accedervi con rating più alti e quindi a costi più bassi.

In questo grafico il riferimento è ovviamente il momento della quotazione, non tiene conto del periodo storico in cui questa è avvenuta. Subito dopo la crisi finanziaria del 2008 e del debito sovrano del 2010-2011, le imprese italiane hanno affrontato un periodo di forte debolezza, dovendosi indebitare eccessivamente (nel 2011 arrivate a toccare il 116%)⁹⁶ (Spallino 2017) così come nel periodo post-pandemico. Anche per questo motivo è risultato necessario riportare gli esempi pratici di alcune società nel capitolo precedente: nonostante un impatto mediamente positivo, come dimostrato in questo capitolo, le variabili di successo e insuccesso nel mercato EGM sono legate al momento e al modo con cui le società decidano di entrare nel mercato di capitali.

Un'altra crescita innegabile che va attestata alla quotazione è la valorizzazione e il rispettivo aumento del patrimonio di chi detiene le quote dell'aziende pre-quotazione: aspetto non ignorabile data la composizione e la gestione spesso strettamente familiare delle PMI in Italia.

Nel suo saggio *“La quotazione in borsa delle PMI, Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan”* Anna Lambiase riporta l'esempio della azienda Jonix di Padova che opera nella produzione e commercializzazione di purificatori e sanificatori dell'aria. Questa azienda arriva alla quotazione nel 2021 sotto la forma di S.r.L. con un capitale sociale di €120.000, a brevissima distanza dalla data di quotazione questo capitale viene incrementato con una variazione in aumento e viene composta la riserva da sovrapprezzo azione (come visto nei casi studio del capitolo 3). Il capitale della società era diviso equamente tra due soci che detenevano quote per €60.000 ciascuna: successivamente alla quotazione e all'aumento di capitale di circa 5 milioni di euro,

⁹⁶ *Struttura finanziaria delle PMI italiane prima e dopo la crisi: prospettive teoriche ed evidenze empiriche*; Myriam Spallino, Dottorato di Ricerca in Scienze Economiche, Aziendali e Statistiche Dipartimento di Scienze Economiche, Aziendali e Statistiche

l'azienda viene valutata da Bloomberg per 25 milioni di euro comportando per le due famiglie di soci una plusvalenza da €60.000 a 10 milioni circa.

Questa testimonianza è emblematica di come la borsa possa essere uno strumento di valorizzazione del patrimonio costruito negli anni dall'imprenditore, dando giorno per giorno un valore chiaro e definibile all'impresa.

Questa valorizzazione del patrimonio lo rende anche più fruibile poiché, fintanto questo rimane chiuso all'interno del nucleo familiare può non essere una necessità, ma nel momento in cui debba avvenire un passaggio generazionale diventa uno strumento molto utile per la divisione delle quote societarie.

Il passaggio generazionale è noto essere uno dei grandi *turning point* nella vita dell'impresa, soprattutto in Italia dato il suo contesto socioculturale, nel quale solo il 15% delle aziende familiari sopravvive al passaggio dalla seconda alla terza generazione. Una valorizzazione con i prezzi di mercato renderebbe vendibili le quote tramite le azioni di borsa, togliendo valutazioni soggettive e affidando al mercato questo compito.

4.2 Peculiarità del mercato EGM e strategie di successo

Il mercato Euronext Growth Milan agli innegabili pregi descritti in precedenza contrappone delle peculiarità che possono rivelarsi delle potenziali minacce.

Ogni società che decida di quotarsi in Euronext Growth Milan deve fare due tipi di considerazioni: una basata sui pro e contro, già citati nel capitolo 1), validi per qualsiasi società che intenda considerare il mercato di capitali come fonte di finanziamento alternativa, una invece basata sulle peculiarità del mercato EGM.

Ritornando sull'indice del mercato citato precedentemente, può essere utile analizzare la volatilità di questo: nel 2023 si è attestata attorno all'8,7% per EGM, 16,3% per il FTSE Mid Cap e 17,2% per il FTSE MIB. Questo scostamento di volatilità è una tendenza confermata negli ultimi 5 anni in cui l'indice EGM si è sempre attestato tra il 5 e il 10% inferiore per volatilità rispetto al FTSE MIB.

Questa peculiarità del mercato è sinonimo di un basso livello medio di contratti scambiati. Euronext Growth Milan soffre di una scarsa notorietà tra gli investitori, soprattutto quelli non istituzionali. Il basso livello di contratti scambiati tuttavia non è sinonimo di basse performance del titolo, né di un livello particolare di capitalizzazione di mercato; come dimostrato di seguito questi fattori non sono correlati tra loro.

Tabella 3 Rapporto tra Indice di Liquidità e Performance; Fonte, Azimut Direct, Borsa Italiana

Top 10 Indice di Liquidità	Indice di liquidità	Performance Titolo 2023
CastaDiva Group	2,97%	+90,8
Ecosuntek	2,81%	+62,5%
Ivision eyewear	1,85%	+7,4%
FENIX entertainment	1,80%	-99,8%
REDELFI	1,75%	708%
Rocket, the sharing company	1,58%	-7,3%
EMMA VILLAS	1,54%	-7%
Visibilia Editore	1,51%	+269,0%
Saccheria Franceschetti	1,47%	-37,3%
Impianti S.p.A.	1,34%	-65,8%

Considerata la liquidità del titolo come rapporto tra la media dei volumi scambiati nel periodo di tempo considerato e numero di azioni in circolazione. Come dimostrano i dati, l'elevata liquidità non solo non è necessariamente un indicatore positivo, ma può essere addirittura sintomo di una fuga dall'investimento, vedasi FENIX entertainment e Impianti S.p.A.

In ugual misura l'indice di liquidità non sembra risentire la variazione nel market cap tra le diverse società quotate.

Fonte Azimut Direct

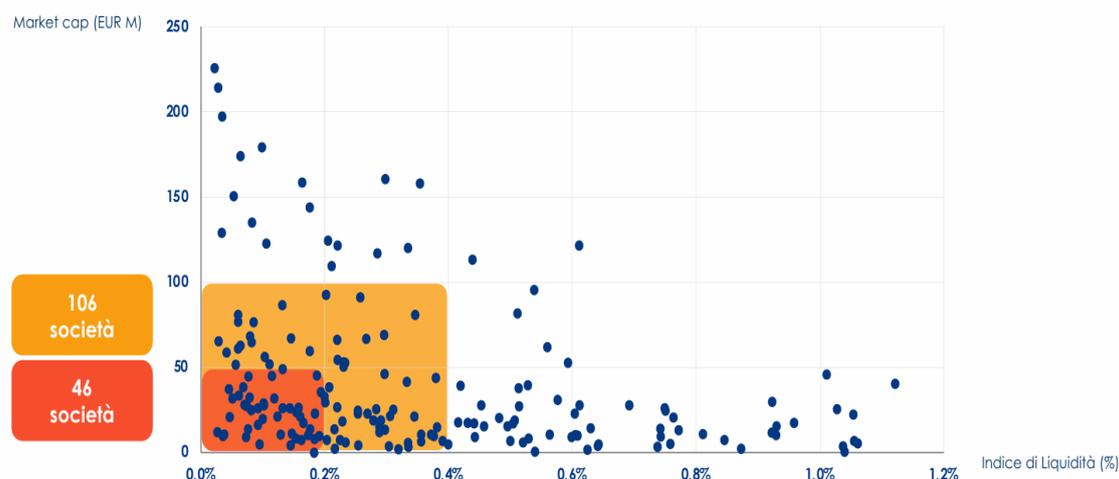


Figura 41 Relazione tra indice di Liquidità del titolo e Market Cap

Dato lo scenario delineato del mercato EGM per le società che intendano quotarsi in EGM è necessario determinare quali siano le ambizioni e le prospettive future da seguire.

Prendendo ad esempio le aziende descritte precedentemente nel dettaglio, ognuna ha prima determinato i propri obiettivi per poi scegliere le proprie politiche finanziarie di conseguenza. Una sconnessione tra le caratteristiche del mercato e le ambizioni dell'azienda può portare al fenomeno del delisting⁹⁷.

Nel triennio che va dal 2020 al 2023 in EGM sono state 113 le nuove quotazioni e 26 gli emittenti delistati, paragonati al mercato principale EXM sembrerebbero comunque numeri positivi poiché nel secondo gruppo sono rispettivamente 15 le società entranti e 44 le uscenti. Analizzando più a fondo i dati però delle 70 complessive, 50 società sono uscite dal mercato tramite OPA,¹ è rappresentata dal passaggio di EXOR nel mercato olandese, 7 sono fusioni con altre società quotate, 9 per decisione dell'assemblea degli azionisti (per 4 delle quali, iscritte in EGM, si è trattato di messa in liquidazione di SPAC);

⁹⁷ Revoca della società dalle negoziazioni di Borsa

le tre rimanenti sono gli unici casi di società delistate per decisione di Borsa Italiana e tutte e tre erano in EGM⁹⁸, (TELEBORSA 2023) a dimostrazione appunto della peculiarità e della attenzione richiesta da questo mercato alle società iscritte.

A seguito di queste peculiarità alle imprese quotate viene richiesto una certa scrupolosità nelle scelte di politica finanziaria: strumenti come i warrant visti nei casi di OSAI e Novicelli, possono determinare il confine tra una esperienza positiva o negativa nel mercato, specialmente per sopperire alla scarsa notorietà di EGM.

Torna attuale il quesito con cui si è aperta la tesi ovvero quando Euronext Growth Milan diventa uno strumento di miglioramento per le aziende? Quando le aiuta a crescere e quando funziona come raccolta di capitali? Come spesso accade però la risposta più adatta, per quanto sia una risposta che non esprime una posizione netta e lasci aperta qualsiasi porta, è: *dipende*. Dipende da che ambizioni ha la società e cosa considera successo, dipende dagli strumenti che utilizza e come li utilizza in relazioni a ciò che intende perseguire.

A questo fine sono stati riportati i casi aziendali nel capitolo precedente: illustrare casi di coerenza o incoerenza tra scelte aziendali e ambizioni societarie.

Clabo S.p.A. è una società con un'importante storia e solidità, la crescita negli anni è stata costante, il passaggio in EGM può essere considerato un importante test per considerare in futuro la quotazione nel mercato principale. Tutto sommato però l'azienda ha aumentato il proprio capitale e abbassato i debiti: il mancato aumento del valore del titolo non va considerata una conseguenza negativa.

Di maggior interesse è il caso di Portobello, la più giovane azienda a quotarsi nel mercato Euronext Growth Milan. Il board ha saputo dare il giusto valore alla realtà iniziata e capirne il potenziale dettato dal contesto socioeconomico in cui agiva: la scelta di quotarsi non è stata dettata dalla volontà di raggiungere capitale ed abbassare la dipendenza dal sistema bancario come hanno fatto altre realtà, ma raccogliere liquidità da investire per accelerare il più possibile il percorso di crescita e allargare il loro bacino di visibilità.

I risultati hanno premiato le scelte societarie: nel 2019 (primo anno interamente da società quotata) il fatturato ha un incremento del 210% rispetto al 2018 e del 460% rispetto al 2017; l'entreprise value stimato da Bloomberg passa dai 18 milioni del 2019 ai 75 del 2023.

⁹⁸ *La Stampa*; "EGM, analisi IPO/delisting suggerisce che è "vetrina" per attirare investitori esterni", 2023

Il caso Osai risulta molto interessante in riferimento alle ambizioni dell'azienda e spiega molto bene gli effetti della peculiarità del mercato EGM rispetto al mercato di borsa principale.

Osai è riuscita negli anni all'interno del mercato a raccogliere importanti quantità di capitali con i quali è riuscita a incrementare la propria capitalizzazione e di conseguenza migliorare il rapporto patrimoniale tra debito e equity: il capitale sociale è passato da 1 mln pre-quotazione a 1.6mln a due anni dalla quotazione, ma soprattutto la costituzione del fondo riserve da sovrapprezzo azioni in due anni ha raccolto 8,6mln di euro.

Attraverso lo strumento dei warrant OSAI ha consolidato il rapporto con i propri azionisti con costanti aumenti di capitali con un canale preferenziale per chi avesse già sottoscritto azioni al momento della quotazione in EGM. L'effetto positivo è stato quello descritto pocanzi, una raccolta di capitali costante nei tempi e nelle quantità, ma una perdita di valore del titolo azionario. Gli aumenti di capitale con la relativa diluizione delle quote societarie hanno portato ad un aumento dell'offerta in relazione ad una domanda costante se non decrescente del titolo, il risultato di ciò è stato un deprezzamento del titolo fino a un -60% negli ultimi 12 mesi riportandolo ai livelli della quotazione.

Nell'analisi del caso aziendale specifico, ma più in generale in tutte le casistiche delle aziende quotate in EGM, per determinare il successo o meno dell'esperienza del mercato di borsa vanno prese in considerazione quelle che erano le ambizioni prefissate della dirigenza: se OSAI avesse avuto come obiettivo aumentare la propria visibilità, aumentare valore delle proprie azioni, per considerare in futuro il traslisting nel mercato principale allora si può considerare un'esperienza deludente; se invece l'intento era quello di abbassare l'indice debito/equity e migliorare la propria posizione patrimoniale allora l'esperienza di OSAI è assolutamente positiva.

Conclusioni

Euronext Growth Milan è un'ottima opportunità per le PMI italiane che vogliono crescere senza essere dipendenti dal sistema bancario, senza mancare di potenziali minacce se utilizzato in maniera non opportuna.

L'identikit delle aziende a cui cerca di arrivare EGM è di aziende di medie dimensioni che hanno raggiunto quel limite di crescita per cui sia necessario cambiare un minimo pelle per fare quel salto che altrimenti sarebbe difficile.

Attraverso gli strumenti precedentemente descritti quali una burocrazia minima e la facilità di accesso, l'intento è quello di trasmettere l'idea della quotazione non come un'operazione di finanza straordinaria ma come un'operazione strategica; anche gli sgravi fiscali introdotti dai vari governi vanno in questa direzione.

Inoltre, sempre più imprenditori accedono al mercato per ottenere benefici per la loro crescita professionale e aziendale: ovviamente i primi benefici che le società cercano sono quantitativi come la raccolta di capitale e il miglioramento delle proprie performance a trecentosessanta gradi, tuttavia, non va ignorato l'aumento della capacità competitiva.

La borsa è un elemento distintivo, porta con sé un grande ritorno mediatico che aiuta ad aumentare la credibilità del brand e assegna una reputation più elevata rispetto ad una azienda non quotata poiché dietro al processo di quotazione c'è tutto un processo di analisi e di valutazioni che porta la azienda stessa a monitorare meglio sé stessa sui propri dati economico-finanziari, sui propri piani industriali, sulla propria struttura etc.

Questo vantaggio strategico può essere riassunto in una riorganizzazione dell'assetto aziendale, necessaria per soddisfare alcune condizioni strategiche (come la chiara distinzione tra proprietà e gestione), statutarie (come l'adeguamento dello statuto alle norme del TUF) e organizzative (come il miglioramento dei sistemi di governance, controllo di gestione e reporting). La maggior parte delle imprese riconosce che questa riorganizzazione aziendale sia benefica indipendentemente dall'esito della quotazione.

"La quotazione è stato un percorso estremamente formativo. Ci ha dato una nuova visione del mercato e dell'azienda, ha rafforzato la nostra gestione", afferma Felice Saladini, amministratore delegato di MeglioQuesto S.p.A., commentando la quotazione in Borsa della sua azienda avvenuta il 28 giugno 2021.

Ai dati descritti in questa tesi si aggiungono considerazioni qualitative e sostanziali degli esperti del settore, tra cui quelle di Anna Lambiase, fondatrice di IRTOP CONSULTING,

l'agenzia di consulenze maggiormente specializzata in Italia sul processo di quotazione delle PMI. Per Lambiase quelli che sono i requisiti formali per la quotazione non sono sufficienti per giudicare una buona iniziativa o meno la quotazione di una società; come anche accennato nel paragrafo precedente è necessario fare profonde considerazioni sulla propria azienda e sulle caratteristiche del mercato EGM. Sono necessari per l'impresa studi di fattibilità, necessariamente affiancati da consulenti specializzati, nei quali vengono definiti gli elementi distintivi dell'azienda in una fase in cui viene accompagnata da professionisti del settore.

Dalle testimonianze riportate nella letteratura del tema il processo intrapreso viene considerato dalle società come un percorso di formazione per il capitale umano dell'azienda, nel quale, grazie all'affiancamento di professionisti, vengono potenziate le capacità del capitale umano interno alla società quale la lettura dei dati interni, l'abilità nel confrontarsi meglio con i competitor, etc.

È un percorso che, spesso per la prima volta nella vita della società, permette all'imprenditore di fermarsi e ragionare sulla natura della società e su come la vede nel lungo periodo.

Il costo della quotazione sarebbe giusto porlo come un investimento, grazie anche alle iniziative governative e ai crediti d'imposta che il costo crea, gli oneri totali diventano una somma potenzialmente risibile in relazione ai potenziali benefici che la quotazione porterebbe.

Come però detto nei capitoli precedenti sono da considerare le peculiarità del mercato e i rischi che non comportano, nel saggio *“La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan”* viene riportata l'esperienza di Guglielmo Marchetti, presidente e AD della Notorius Pictures S.p.A., il quale ben riassume le criticità di questo mercato “[...] L'elemento più critico emerso durante il road show è rappresentato dalla preoccupazione degli investitori per la scarsa liquidità dei titoli a bassa capitalizzazione. Una criticità cui dedicare massima attenzione se si vuole poter innescare un processo virtuoso che dalla crescita aziendale porti alla creazione di valore per tutti gli azionisti”⁹⁹ (Lambiase 2022)

In conclusione, si può definire il mercato Euronext Growth Milan una grossa opportunità per imprese di medie dimensioni che abbiano intenzione di crescere scostandosi da una

⁹⁹ *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, Lambiase Anna, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022, pag. 222

annosa dipendenza dal sistema bancario, senza dimenticare la peculiarità di un mercato con una visibilità e una notorietà limitata. Uno degli scopi della sua creazione è avvicinare alla finanza imprenditori che fino a prima l'hanno sempre considerata uno strumento lontano alla propria realtà.

Le esperienze descritte e le statistiche calcolate delle performance delle aziende quotate attestano un miglioramento quantitativo su molti aspetti economico finanziari, certificando la validità quanto meno teorica della quotazione. A questi aspetti vanno aggiunti i citati miglioramenti qualitativi delle imprese, le quali tramite la quotazione intraprendono un percorso formativo e di miglioramento del personale coinvolto, migliorando know-how e hard-skills.

L'imprenditore beneficia della quotazione anche personalmente vedendo per la prima volta valorizzato in modo oggettivo il suo lavoro e, grazie all'aumento di capitale che ne consegue, incrementato esponenzialmente il proprio patrimonio personale.

L'ingresso nel mercato di capitali può anche considerarsi uno strumento utile per facilitare il passaggio generazionale di una società tramite una valorizzazione con prezzi di mercato che renderebbe vendibili le quote in azioni di borsa, togliendo valutazioni soggettive e affidando al mercato questo compito.

A questi benefici vanno contrapposti i limiti strutturali del mercato, che data la sua notorietà limitata rischia di creare una stagnazione del capitale e portare addirittura al delisting, e i limiti culturali della piccola e media imprenditoria italiana che considera la finanza uno strumento a sé molto distante. In aggiunta il management competente deve saper fare le giuste analisi e previsioni, facendosi accompagnare da professionisti specializzati, per poter ponderare l'ipotesi della quotazione nel miglior modo possibile.

Documenti Allegati

1. SCHEDA UNO - REGOLAMENTO EMITTENTI MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

In base al disposto di cui all'articolo 2, l'emittente o l'emittente quotato deve fornire a Borsa Italiana le seguenti informazioni:

- a) Denominazione sociale;
- b) Paese di appartenenza;
- c) Indirizzo della sede legale e, se differente, la sede operativa dell'attività;
- d) Sito web presso il quale saranno reperibili le informazioni previste all'articolo 26;
- e) Sintetica descrizione del suo business (inclusi il principale paese in cui è operativo) o nel caso di società di investimento, dettagliate informazioni sulla sua politica di investimento;
- f) Numero e categoria di strumenti finanziari per i quali chiede l'ammissione;
- g) Ammontare del capitale che verrà raccolto all'ammissione, ove applicabile, e la presumibile capitalizzazione di mercato al momento dell'ammissione;
- h) Percentuale degli strumenti finanziari Euronext Growth Milan diffusi fra il pubblico e numero totale degli azionisti al momento dell'ammissione (per quanto noto all'emittente);
- i) Intervallo di prezzo indicativo all'interno del quale verrà individuato il prezzo finale degli strumenti finanziari ovvero il prezzo definitivo, appena disponibile;
- j) I nomi e le deleghe degli amministratori e dei sindaci in carica e degli amministratori e dei sindaci proposti;
- k) Per quanto noto, il nome di tutti gli azionisti significativi prima e dopo l'ammissione, assieme alla percentuale detenuta da tali soggetti;
- l) La data di riferimento prevista per la chiusura del bilancio, la data alla quale sono riferite le informazioni finanziarie e le date entro cui deve pubblicare i primi tre documenti finanziari richiesti agli articoli 18 e 19;
- m) La data prevista di ammissione;
- n) Nome e indirizzo del Euronext Growth Advisor e dello specialista;
- o) Indicazione di dove verrà reso disponibile il documento di ammissione (salvo che si tratti di un emittente quotato su un Mercato Designato).

2. SUPPLEMENTO ALLA SCHEDA UNO, SOLO PER EMITTENTI
QUOTATI SU UN MERCATO DESIGNATO - REGOLAMENTO
EMITTENTI MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

L'emittente quotato su un Mercato Designato deve in aggiunta fornire a Borsa Italiana le seguenti informazioni:

- a) il nome del Mercato Designato in cui gli strumenti finanziari sono negoziati;
- b) la data di ammissione alle negoziazioni nel Mercato Designato;
- c) conferma che, dopo attento e approfondito esame, ha rispettato i requisiti legali e regolamentari derivanti dall'ammissione alle negoziazioni in tale mercato o dettagli di eventuali violazioni;
- d) L'indirizzo del sito web dove sono reperibili i documenti e i comunicati che ha pubblicato negli ultimi 18 mesi per effetto della ammissione alle negoziazioni nel Mercato Designato;
- e) I dettagli della strategia aziendale prevista dopo l'ammissione, incluso, nel caso di società di investimento, i dettagli della politica di investimento;
- f) Una descrizione di qualsiasi cambiamento sostanziale nella situazione economica-finanziaria del gruppo dell'emittente intercorso nel periodo successivo a quello cui si riferisce l'ultimo documento contabile certificato;
- g) Una dichiarazione degli amministratori che ritengono che il capitale circolante della società sarà sufficiente per almeno 12 mesi a decorrere dalla data di ammissione;
- h) I dettagli di eventuali lock-in per nuovi business ai sensi dell'articolo 7;
- i) Una breve descrizione delle modalità di regolamento delle operazioni concluse sul Mercato Designato;
- j) L'indirizzo del sito web dove sono reperibili informazioni sui diritti connessi agli strumenti finanziari di cui si chiede l'ammissione
- k) L'indirizzo del sito web contenente l'ultimo bilancio o rendiconti annuali pubblicati che devono riferirsi al massimo ad un periodo di 9 mesi antecedenti alla data di ammissione. I bilanci o i rendiconti annuali devono essere preparati conformemente con l'articolo 19. Se sono trascorsi più di 9 mesi dal termine dell'esercizio finanziario a cui si riferiscono gli ultimi bilanci o rendiconti annuali pubblicati, l'indirizzo della pagina del sito web contenenti situazione patrimoniale e conto economico infrannuale che si riferiscono ad almeno i 6 mesi successivi all'ultimo bilancio o rendiconto annuale chiuso.

3. SCHEDA DUE - REGOLAMENTO EMITTENTI MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

L'emittente a cui è richiesto di redigere un documento di ammissione deve assicurarsi che il documento stesso contenga i seguenti elementi:

a) Informazioni equivalenti a quelle che sarebbero richieste secondo gli Allegati 1, 11, 20 del Regolamento Delegato UE 2019/980 ad eccezione delle informazioni specificate di seguito al paragrafo (b)(i) e così come modificate dal paragrafo (b)(ii) di seguito, a meno che sia richiesto di redigere un Prospetto in base alle

Normativa Prospetto: in tale caso i paragrafi (b)(i) e (ii) di seguito non trovano applicazione.

b) (i) Le informazioni di cui al precedente paragrafo (a) sono le seguenti:

- Allegato 1:

- Le informazioni richieste nella Sezione 1.5;
- Resoconto della situazione gestionale e finanziaria (Sezione 7);
- Risorse finanziarie (Sezione 8);
- Previsioni o stime degli utili (Sezione 11) (NB – Paragrafo (d) di cui sotto continua a trovare applicazione);
- Remunerazione e Benefici (Sezione 13);
- Le informazioni sul comitato audit e remunerazioni richieste nella Sezione 14.3;
- Informazioni finanziarie riguardanti le attività e le passività, la situazione finanziaria e i profitti e le perdite dell'emittente richieste nella Sezione 18 (NB – l'ultimo bilancio o rendiconto annuale devono essere allegato al documento di ammissione);
- Documenti disponibili (Sezione 21);
- Le informazioni richieste nella Sezione 15.2 dell'Allegato 1 riferite ai soggetti diversi dagli amministratori.

- Allegato 11:

- Dichiarazione relativa al capitale circolante (Sezione 3.1). (NB - Paragrafo (c) di cui sotto continua a trovare applicazione);
- Fondi propri e indebitamento (Sezione 3.2);
- Interessi di persone fisiche e giuridiche partecipanti all'emissione/all'offerta (Sezione 3.3);
- Condizioni dell'offerta (Sezione 5);

- Ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione (Sezione 6);

(ii) Le informazioni richieste dal paragrafo (a) di cui sopra sono modificate come segue: le informazioni richieste dalla Sezione 18 dell'Allegato 1 devono essere presentate nel rispetto dei principi contabili specificati all'articolo 19.

c) Informazioni finanziarie selezionate relative ai documenti contabili allegati al documento di ammissione;

d)

1. Una dichiarazione degli amministratori che, dopo avere svolto tutte le necessarie ed approfondite indagini, a loro giudizio, il capitale circolante a disposizione dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo, sarà sufficiente per le sue esigenze attuali, cioè per almeno 12 mesi a decorrere dalla data di ammissione dei suoi strumenti finanziari;

2. Nel caso di domanda di ammissione sul Segmento Professionale, può essere presentata una dichiarazione degli amministratori che il capitale circolante è sufficiente per le attuali esigenze dell'emittente o, in caso negativo, come propone di provvedere al capitale circolante aggiuntivo necessario. Nel caso del verificarsi di quest'ultima fattispecie, essa deve essere inserita come avvertenza nel documento di ammissione subito dopo la copertina in posizione preminente ed in grassetto.

e) Ove contenga previsioni, stime o proiezioni dei profitti (incluse le espressioni che esplicitamente o implicitamente individuano un minimo o un massimo per il livello probabile di profitti o perdite per un periodo successivo rispetto a quello a cui si riferiscono i bilanci sottoposti a revisione legale che sono stati pubblicati, o contiene dati dai quali è possibile calcolare il valore approssimativo dei profitti futuri o delle perdite, anche se nessun dato particolare viene menzionato e le parole "profitti" o "perdite" non vengono utilizzate):

i. Una dichiarazione degli amministratori che tali previsioni, stime o proiezioni sono state effettuate dopo avere svolto le necessarie ed approfondite indagini;

ii. Una dichiarazione relativa alle principali assunzioni fatte, relative a ciascun fattore che potrebbe avere un effetto sostanziale sul raggiungimento delle previsioni, stime o proiezioni. Tali assunzioni debbono essere facilmente comprensibili dagli investitori ed essere specifiche e precise;

iii. Una dichiarazione rilasciata dal Euronext Growth Advisor all'emittente che il Euronext Growth Advisor è ragionevolmente convinto che le previsioni, stime o proiezioni sono state effettuate dopo attento e approfondito esame da parte degli amministratori dell'emittente, delle prospettive economiche e finanziarie;

iv. Tali previsioni, stime o proiezioni dei profitti devono essere preparate secondo modalità omogenee e comparabili con i bilanci relativi agli esercizi precedenti.

f) Alla prima pagina, in posizione preminente ed in grassetto, il nome del relativo Euronext Growth Advisor seguito dalla seguente frase:

"Euronext Growth Milan è un sistema multilaterale di negoziazione dedicato primariamente alle piccole e medie imprese e alle società ad alto potenziale di crescita alle quali è tipicamente collegato un livello di rischio superiore rispetto agli emittenti di maggiori dimensioni o con business consolidati. L'investitore deve essere consapevole dei rischi derivanti dall'investimento in questa tipologia di emittenti e deve decidere se investire soltanto dopo attenta valutazione.

Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento".

Nel caso di emittente Euronext Growth Milan ammesso nel segmento professionale e contestualmente sospeso per carenza del requisito del flottante, va inserita avvertenza sul fatto che Borsa Italiana disporrà la revoca dalle negoziazioni trascorsi due anni senza che sia stato soddisfatto il requisito minimo del flottante.

g) Nei casi di cui all'articolo 7, una dichiarazione che le parti correlate e i dipendenti rilevanti si sono impegnati a non disporre degli strumenti finanziari Euronext Growth Milan per un periodo di 12 mesi a decorrere dalla data di ammissione degli strumenti finanziari.

h) Nel caso di una società di investimento, dettagliate informazioni riguardo alla politica di investimento.

i) L'informazione richiesta dalle Disposizioni di attuazione e qualsiasi altra informazione che ritenga necessaria per consentire agli investitori di formarsi un giudizio adeguato e completo su:

- i. Attività e passività, posizione finanziaria, conto economico, prospettive dell'emittente e degli strumenti finanziari dei quali si chiede l'ammissione;
- ii. Diritti collegati agli strumenti finanziari;
- iii. Qualsiasi altra criticità contenuta nel documento di ammissione.

4. SCHEDA SEI - REGOLAMENTO EMITTENTI MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

Clausola in materia di offerta pubblica di acquisto da inserire negli statuti delle società Euronext Growth Milan.

A partire dal momento in cui le azioni emesse dalla Società sono ammesse alle negoziazioni sull'Euronext Growth Milan, si rendono applicabili per richiamo volontario ed in quanto compatibili le disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto e di scambio obbligatoria relative alle società quotate di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (qui di seguito, "TUF") ed ai regolamenti Consob di attuazione (qui di seguito, "la disciplina richiamata") limitatamente alle disposizioni richiamate nel Regolamento Euronext Growth Milan come successivamente modificato.

Qualsiasi determinazione opportuna o necessaria per il corretto svolgimento della offerta (ivi comprese quelle eventualmente afferenti alla determinazione del prezzo di offerta) sarà adottata ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1349 c.c., su richiesta della Società e/o degli azionisti, dal Panel di cui al Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan predisposto da Borsa Italiana, che disporrà anche in ordine a tempi, modalità, costi del relativo procedimento, ed alla pubblicità dei provvedimenti così adottati in conformità al Regolamento stesso.

Fatto salvo ogni diritto di legge in capo ai destinatari dell'offerta, il superamento della soglia di partecipazione prevista dall'art. 106, commi 1, 1-bis, 1-ter, 3 lettera (a), 3 lettera (b) – salva la disposizione di cui al comma 3-quater – e 3-bis del TUF, ove non accompagnato dalla comunicazione al Consiglio di amministrazione e dalla presentazione di un'offerta pubblica totalitaria nei termini previsti dalla disciplina richiamata e da qualsiasi determinazione eventualmente assunta dal Panel con riferimento alla offerta stessa, nonché qualsiasi inottemperanza di tali determinazioni comporta la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente.

Clausola in materia di revoca dall'ammissione alle negoziazioni da inserire negli statuti delle società Euronext Growth Milan.

La Società che richieda a Borsa Italiana la revoca dall'ammissione dei propri strumenti finanziari Euronext Growth Milan deve comunicare tale intenzione di revoca informando anche il Euronext Growth Advisor e deve informare separatamente Borsa Italiana della data preferita per la revoca almeno venti giorni di mercato aperto prima di tale data.

Fatte salve le deroghe previste dal Regolamento Euronext Growth Milan, la richiesta dovrà essere approvata dall'assemblea dell'Emittente Euronext Growth Milan con la maggioranza del 90% dei partecipanti. Tale quorum deliberativo si applicherà a qualunque delibera dell'Emittente Euronext Growth Milan suscettibile di comportare, anche indirettamente, l'esclusione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari Euronext Growth Milan, così come a qualsiasi deliberazione di modifica della presente disposizione statutaria.

5. SCHEDA QUATTRO - REGOLAMENTO EMITTENTI MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

In occasione di operazioni che richiedono le comunicazioni di cui agli articoli 12, 14 e 15 l'emittente Euronext Growth Milan deve comunicare al pubblico le seguenti informazioni (ove applicabili):

- (a) informazioni dettagliate sull'operazione, incluso il nome di ciascuna altra parte rilevante coinvolta;
- (b) una descrizione delle attività oggetto dell'operazione, o del business svolto da, o che utilizza, tali attività;
- (c) i profitti attribuibili a tali attività;
- (d) il valore di tali attività, se diverso dal corrispettivo;
- (e) il corrispettivo totale e dettagli su come viene determinato;
- (f) l'effetto dell'operazione sull'emittente Euronext Growth Milan;
- (g) dettagli relativi ai contratti di impiego degli amministratori proposti;
- (h) in caso di cessione, l'utilizzo previsto dei proventi della vendita;
- (i) in caso di cessione, se azioni o altri strumenti finanziari formeranno parte del valore ricevuto, una dichiarazione nella quale si precisa se tali strumenti finanziari debbano essere venduti o mantenuti in portafoglio;
- (j) ogni altra informazione necessaria per consentire agli investitori di valutare l'effetto dell'operazione sull'emittente Euronext Growth Milan.

Bibliografia

ABP Novicelli.it. 2019.

Abriani, Niccolò. «Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI."Que reste-t-il della s.r.l.?"». 2019.

AIDA - Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane. 2022.

Azimut Direct. «Quotarsi sul mercato Euronext Growth Milan: quali i vantaggi per le PMI.» 2022.

Balduzzi, Gianni. «Le PMI sono sempre meno dipendenti dal debito, è il momento giusto per finanziarsi in modo alternativo.» *Back to Work+*, 2020.

Banca Centrale Europea. «Comunicato Stampa .» 26 ottobre 2023.

Bloomberg Terminal.

Borsa Italiana.

Carlesi, Ada. *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*. Giappichelli, 1990.

Carlo Arlotta, Alfredo Imparato. *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*. Franco Angeli, 2018.

CERVED PMI. 2020.

Cerved. «Rapporto PMI.» 2023.

CERVED. «Rapporto PMI.» 2023.

Clabo.it.

Commissione Europea. «Guida dell'utente alla definizione di PMI.»

Campanini, Gianluca. «I mercati azionari per le PMI: il caso dell'Euronext Growth Milan». Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia. 2021

Corbi S., Luciano A. «La capitalizzazione delle Pmi, alcune differenze tra private equity e quotazione». *Norme e Tributi Plus*, Il Sole 24ore. 2022.

Corrierecomunicazioni.it. «Digitalizzazione delle Pmi, spinta da 10 miliardi al Pil italiano.» 2021.

Dessy A., Vender J. *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*. Milano: EGEA, 2001.

Euronext Growth Milan. «REGOLAMENTO EMITTENTI.»

Finanza.com. «Lagarde: Quantitative easing APP, finirà il 1 luglio.», 2022.

Finera. «Bonus IPO 2023: come funziona il credito d'imposta per la quotazione di PMI.» 2023.

G., Amoroso. *L'impresa familiare*. Padova: Cedam, 1998.

Garofoli, Gioachino. *I maestri dello sviluppo economico*. Franco Angeli: Milano, 2017.

Geranio, Manuela. *Come sarebbe l'Italia con 1000 quotate in più*. Milano: Appendini, Università Bocconi, 2012.

Giacosa, Elisa. *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*. Franco Angeli, 2015.

Gioachino Amato, Nicola Pierotti, Rachel Benvenuto, Deloitte Legal. *L'informazione selettiva delle società quotate nelle nuove Q&A*. Consob, 2021.

Growens SpA. 2023.

Headvisor. «ROI - Indice di redditività.»

Intermonte Partners. *Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*. Quaderni di ricerca Intermonte. Politecnico di Milano. 2022

IONOS. «Startup Guide, ROI.»

ISTAT. 2021

ISTAT. «Conti Economici delle Imprese e dei Gruppi di Impresa.» *Report ISTAT*, 2022.

Lambiase, Anna. *La quotazione in Borsa delle PMI, Esperienze di successo su Euronext Growth Milan*. Milano: Franco Angeli Editore, 2022.

Landi, Andrea. *Il finanziamento dello sviluppo delle PMI: economicità e modalità organizzative dell'intervento delle banche nel capitale di rischio. Dall'acquisizione della partecipazione alla quotazione dell'impresa*. Egea, 1999.

Lombardo, Stefano. *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*. Milano: Giuffrè, 2011.

Marini, Nicola. *Pubblicità finanziaria e quotazione in borsa. Il caso Cobra Automotive Technologies*. Libera Univ. degli Studi Maria SS. Assunta - LUMSA di Roma, 2006.

Ministero dell'Economia e delle Finanze. «Sostegno alla patrimonializzazione delle PMI, Al fianco delle imprese italiane .» 2020.

OSAI.it.

Osservatori Digital Innovation. «Report Innovazione Digitale nelle PMI.» 2022.

Osservatorio PMI. «Euronext Growth Milan.»

Osservatorio PMI Euronext Growth Milan. «180 società quotate per una capitalizzazione di 10,4 miliardi di euro.» *Irtop Consulting*, 2022.

Osservatorio PMI Euronext Growth Milan. «Mercato Euronext Growth Milan da record nei primi 8 mesi del 2023.» *IRTOP Consulting*, 2023.

Portobello.it.

Renzi, Laura. *EGM come strumento di finanziamento e crescita: le PMI nel mercato dei capitali. Incentivi per la quotazione*. Università Politecnica delle Marche, Facoltà di

Economia “Giorgio Fuà”. 2021

Romano, Giulia. *Strategie aziendali e quotazione in borsa*. Milano: Giuffrè, 2012.

Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, “DDL AS 674 Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, 15 giugno 2023.

Spallino, Myriam. *Struttura finanziaria delle PMI italiane prima e dopo la crisi: prospettive teoriche ed evidenze empiriche*. Palermo: Tesi - Dottorato di Ricerca, 2017.

TELEBORSA. «La Stampa; “EGM, analisi IPO/delisting suggerisce che è "vetrina" per attirare investitori esterni”» *La Stampa*, 2023.

Unione Europea. «Note Sintetiche.» 2023.