

# **UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
“M.FANNO”**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**AIM ITALIA: MERCATO D'INCONTRO TRA PMI CON  
PROGETTI DI CRESCITA E INVESTITORI QUALIFICATI**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. ELENA SAPIENZA**

**LAUREANDA: ADELAIDE GRIGOLETTO**

**MATRICOLA N. 1160671**

**ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020**



# INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>4</b>
<b>I. PICCOLE E MEDIE IMPRESE IN ITALIA .....</b>	<b>6</b>
Le Piccole e Medie imprese e le loro caratteristiche .....	6
Il ruolo della finanza nelle Piccole e Medie imprese .....	7
<b>II. AIM ITALIA – MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE .....</b>	<b>11</b>
Cos'è AIM Italia? .....	11
<i>Origine e sviluppo del mercato .....</i>	<i>11</i>
<i>I partecipanti al mercato e le proprie peculiarità .....</i>	<i>12</i>
<i>Quali sono i requisiti richiesti per accedere ad AIM Italia .....</i>	<i>14</i>
Principali indici di mercato legati ad AIM Italia .....	15
Andamento e considerazioni sul mercato .....	16
<b>III. INVESTITORI QUALIFICATI: CHI SONO E COME OPERANO .....</b>	<b>19</b>
Chi investe in AIM Italia?.....	19
Modalità di reperimento dei capitali nel mercato alternativo .....	22
<b>IV. IL CASO BIO-ON: DALLA QUOTAZIONE IN AIM ITALIA ALLA DICHIARAZIONE DI FALLIMENTO .....</b>	<b>28</b>
Bio-on, una PMI dall'enorme potenziale .....	28
Come Bio-on è arrivata alla dichiarazione di fallimento? .....	31
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>34</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>36</b>

## INTRODUZIONE

AIM Italia è un mercato di sviluppo e crescita dedicato ad ambiziose Piccole e Medie imprese con processi produttivi dinamici, innovativi e competitivi.

Nel suddetto Mercato Alternativo del Capitale esse si trovano alla costante ricerca di risorse economiche e finanziarie, maggiore visibilità e *standing* per rendere possibile il progresso tecnologico ed innovativo e per fruire di una maggiore spinta verso l'internazionalizzazione, favorendo così l'attrazione di talenti, anche esteri, da inglobare all'interno della struttura aziendale.

AIM Italia è un mercato non regolamentato, a differenza dell'effettivo mercato borsistico, definito inoltre dal legislatore un sistema multilaterale di negoziazione (MTF).

Negli ultimi anni, grazie anche all'introduzione di appositi strumenti finanziari, i PIR, – Piani Individuali di Risparmio – il mercato è stato protagonista di una forte spinta ed ha ricevuto notevoli consensi, riuscendo addirittura a conteggiare, nell'arco di dieci anni, dal 2009 al 2019, un totale di 173 imprese quotate.

Questo listino si propone, quindi, come una valida alternativa all'indebitamento presso gli istituti di credito, stimolando al tempo stesso la quotazione delle PMI, dato che, è proprio per questa tipologia di impresa che si caratterizza il tessuto imprenditoriale italiano, rispetto alle altre nazioni europee.

L'elaborato che sta per essere presentato tratta tale argomento e si compone di quattro capitoli.

Il primo fornisce al lettore una panoramica sulle Piccole e Medie imprese, elencando le caratteristiche proprie, mettendo in evidenza quali sono i principali elementi che le contraddistinguono rispetto alle PMI estere. Si focalizzerà, in aggiunta, sull'approvvigionamento di capitali, sottolineando il ruolo ricoperto dalla finanza, distinguendo tra finanza bancaria e non bancaria.

Il secondo capitolo, invece, tratta dell'*Alternative Investment Market* Italia in generale, facendo risaltare dapprima le peculiarità, le imprese ammesse, i requisiti richiesti, i benefici ottenuti; successivamente vengono riportati alcuni dati relativi all'andamento del mercato stesso, evidenziando una maggiore crescita a partire dal 2016, grazie ad una quantità maggiore di consensi ricevuti. Infine, vengono citati i principali indici del listino, ideati per monitorare il trend del mercato, tra i quali verrà effettuato un confronto.

Nel terzo capitolo si è tenuto a dare rilievo alle diverse categorie di investitori che affollano AIM Italia, descrivendo prima gli investitori istituzionali, poi quelli professionali, concludendo con la categoria dei *retail*. Si sono precisate poi le azioni compiute dagli stessi, l'effettiva *policy* di investimento e alcune delle modalità di reperimento dei capitali ai fini del finanziamento per la crescita delle PMI.

Infine, nel quarto ed ultimo capitolo, si è voluto dar spessore al recente caso della società Bio-On, quotata in AIM Italia nel 2014 e fallita dopo il rinvenimento di illeciti in bilancio a seguito del report accusatorio pubblicato dal fondo americano Quintessential il 24 luglio 2019. In questa sezione si avrà una testimonianza concreta della possibilità che un investimento in PMI innovative non sempre sia sinonimo di elevati rendimenti. Al contrario, i fatti legati alla società bolognese mostreranno come il maggiore impatto in termini di perdite sia stato subito dai piccoli risparmiatori che avevano cercato di “cavalcare l'onda” della crescita esponenziale del titolo.

## PICCOLE E MEDIE IMPRESE IN ITALIA

### 1.1 Le Piccole e Medie imprese e le loro caratteristiche strutturali

Le piccole e medie imprese (PMI) in Italia costituiscono lo scheletro del sistema economico e produttivo. La lentezza del processo di modernizzazione del Paese, delle imprese pubbliche e private e la creazione dei distretti industriali, grazie alle economie di agglomerazione, hanno contribuito a fortificare il radicamento delle PMI nel territorio italiano.

Questo tipo di impresa è caratterizzato per un numero di dipendenti non superiore a 249 ed un fatturato che non va oltre i 50 milioni di euro. In particolare, le aziende con meno di 250 addetti rappresentano il 70 e l'80 per cento del totale, un valore nettamente superiore rispetto agli altri paesi europei.

Ciò che caratterizza l'Italia sono soprattutto le microimprese, imprese di ridottissime dimensioni, con meno di 10 dipendenti e un fatturato o un volume totale di bilancio fino a 2 milioni di euro (*A. Tunisini, T. Pencarelli, L. Ferrucci, 2014. Pag. 93*).

Secondo lo studio condotto dalla Cgia di Mestre, le microimprese in Italia sono oltre 4,1 milioni, rappresentano il 95 per cento delle aziende nazionali e forniscono occupazione ad oltre 7,6 milioni di cittadini. Per questo motivo, è lecito affermare che il sistema industriale italiano è affetto da “nanismo imprenditoriale”.

Quando la dimensione di un'impresa è ridotta, spesso ci si trova di fronte ad una gestione a carattere familiare della stessa. Come si evince dai fatti narrati dalla storia, le famiglie sono inclini a mantenere il controllo della società, evitando quindi l'ingresso di nuovi soci finanziatori nella compagine proprietaria, nonché di nuovi capitali necessari alla crescita e allo svecchiamento.

Dallo studio dei dati derivanti dal database EFIGE, emerge che la separazione tra proprietà e controllo è ancora molto limitata, soprattutto se si considera che l'86% delle imprese italiane è di proprietà familiare e tra queste l'84% ha come CEO un esponente della famiglia stessa (*R. Oriani, R. Santelli, 2014. Pag. 457*).

Inoltre, nel nostro Paese, le imprese sono particolarmente avverse al rischio, le loro scelte imprenditoriali sono motivate dalla conservazione del cosiddetto “capitale socio-emotivo” riconducibile sia ai risultati economici, sia ai valori e alla tradizione della famiglia, chiamati comunemente aspetti intangibili.

Per questo motivo, il passaggio generazionale ricopre un ruolo di primaria importanza. Da un lato, può rappresentare un vero e proprio problema per le PMI, dall'altro, invece, può rivelarsi un ottimo strumento di ammodernamento e modifica della struttura aziendale, rendendo più marcata la distinzione tra proprietà e *management*, o la scelta di intraprendere nuovi percorsi caratterizzati da processi di crescita maggiormente sofisticati.

Si può affermare che le Piccole e Medie imprese italiane sono poco protese verso l'estero e hanno una minore propensione alle esportazioni rispetto agli altri paesi europei; esse preferiscono concentrarsi nello studio dei mercati domestici, cercando di rispondere meglio ai bisogni e alle esigenze interne del Paese.

In aggiunta, proprio per gli elevati costi che richiedono, le PMI sostengono limitate spese per la ricerca e lo sviluppo, necessarie ai fini dell'innovazione e dell'avanguardia economica, evitando la presenza di processi produttivi troppo obsoleti.

La rapidità con cui si è diffuso il fenomeno della globalizzazione e la nascita delle moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione nel resto del mondo, abbinata a tutte le caratteristiche e ai punti di debolezza di cui soffre la stragrande maggioranza delle imprese italiane, hanno reso la nostra nazione e le nostre imprese particolarmente svantaggiate.

## **1.2 Il ruolo della finanza nelle Piccole e Medie imprese**

È soprattutto la natura familiare della proprietà, abbinata spesso alla mancanza di possibilità di ricorrere ad amministratori esterni, ma anche la stretta interconnessione tra impresa e territorio d'origine, nonché le ridotte dimensioni, a costituire un freno alla crescita d'impresa.

Questa sensibile attaccatura all'origine si riflette anche sul piano economico e finanziario.

Quando le imprese hanno iniziato a manifestare le prime necessità di reperire capitali, esse si sono immediatamente rivolte agli istituti di credito, nonché banche, situati in aree limitrofe alla localizzazione dell'impresa stessa.

Per finanziare le proprie opportunità di crescita, in generale infatti l'imprenditore può ricorrere a fonti interne oppure a fonti esterne.

Le prime consistono nell'autofinanziamento e nell'apporto di capitale di rischio; le seconde fanno riferimento all'utilizzo di capitale proprio, al debito, ovvero al ricorso a linee di credito esterne.

A riguardo della struttura finanziaria delle PMI, la letteratura economica ha ribadito in più occasioni come il contesto imprenditoriale italiano sia contraddistinto da una forte dipendenza dal credito bancario. Tale affermazione viene confermata all'interno del lavoro di "S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo (2018)" secondo i quali questa dipendenza è inasprita da una limitata correlazione con fonti alternative di finanziamento, questo anche a causa di un comportamento di tipo "protezionistico" avanzato dagli istituti bancari nel corso del tempo, supportando il tessuto delle piccole e medie imprese.

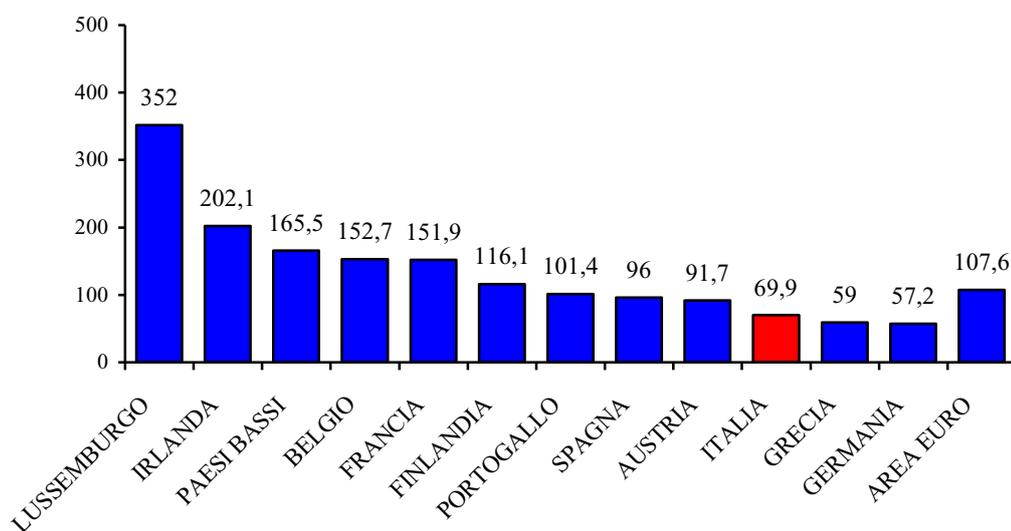
A tal proposito non bisognerebbe mai scordare la legge del 70-30 che rievoca come i sistemi bancari mediterranei indirizzino il 70% dei loro impieghi al sostegno delle imprese e solo il restante 30% alla finanza, rigorosamente l'opposto di quanto praticano le banche dell'Europa centrale (A. Ferretti, 2019).

Nonostante l'importante relazione tra credito bancario e attività produttive italiane, tanto da definire il sistema bancocentrico, il rapporto tra banca e impresa è fortemente spersonalizzato, questo perché, in media, ogni piccola-media impresa intrattiene rapporti con almeno cinque banche. Questo aspetto può considerarsi negativo, in quanto, data la mancanza di fidelizzazione del cliente, l'istituto bancario è poco incentivato ad offrire una gamma ragguardevole di servizi esclusivi e ad-hoc (R. Oriani, R. Santelli, 2014. Pag. 461).

È possibile pertanto affermare la presenza di una limitata diversificazione del debito, largamente concentrato presso gli istituti di credito, soprattutto tramite la forma delle aperture di credito in conto corrente.

Un altro rilevante indicatore è il livello di indebitamento delle imprese. In seguito alla crisi mondiale del 2008 che ha investito anche il nostro paese, in media le imprese italiane si contraddistinguevano per una differenza di cinque punti percentuali rispetto alle imprese degli altri paesi europei (Banca D'Italia, 2013).

Oggigiorno, invece, le imprese italiane non finanziarie, rappresentano valori relativi all'indebitamento nettamente inferiori rispetto alla media europea, come si può evincere dal grafico.



**Figura 1:** Debito delle imprese europee in rapporto al PIL

**Fonte:** Banca dei regolamenti internazionali (elaborazione personale)

Diffusa presso l'opinione pubblica, molto spesso, c'è una visione distorta del debito italiano. Molti prendono in considerazione solo il valore del debito pubblico, non prestando attenzione ai risultati positivi conseguiti dalle nostre imprese.

Tuttavia, un bilancio caratterizzato da un eccessivo squilibrio delle fonti rispetto agli impieghi contribuisce a rendere difficile la crescita delle imprese poiché, come afferma il vicedirettore della Banca d'Italia, "ne riduce la capacità di finanziare progetti dall'esito incerto o con tempi di rientro lunghi, come quelli mirati a innovare o internazionalizzarsi" (*L. F. Signorini, 2015. Pag. 9*).

In molti casi le imprese registrano livelli elevati del debito anche a causa della forte pressione esercitata dall'imposizione fiscale.

I benefici derivanti dalla deducibilità della spesa per interessi hanno portato molto spesso i soggetti ad indebitarsi con gli istituti bancari, piuttosto che reperire capitale di rischio nei mercati.

Per ovviare al problema della massiccia correlazione tra impresa e banca, che rappresenta un vero e proprio *handicap* del nostro Paese, poiché frena la crescita e quindi l'innovazione delle nostre imprese e la loro internazionalizzazione, si è pensato di dare un grande impulso alla finanza non bancaria.

Con il termine finanza non bancaria si intende lo sbarco dell'impresa in nuovi mercati e il suo approccio con nuovi soggetti finanziatori.

Nel corso del tempo, la riluttanza degli imprenditori nei confronti della possibile quotazione dell'impresa come meccanismo di progresso era da collegarsi con il sostenimento di ingenti costi fissi, legati anche al compimento di azioni burocratiche, con l'adempimento ad obblighi di trasparenza, con il disaccordo tra soci fondatori di allargare la governance d'impresa e con la mancanza di personale specializzato nell'investigare in imprese quotabili.

Ma non è tutto. La contrarietà alla quotazione in mercati regolamentati era dovuta altresì ad una limitata disponibilità di risorse economiche sia nel mercato primario, sia in quello secondario, all'assenza di investitori istituzionali qualificati, ma era dovuta soprattutto all'assenza di fondi di investimento, considerati sicuri, nei quali impiegare denaro per sostenere la crescita di imprese di piccola-media dimensione e/o imprese neo quotate.

Nonostante tutte le sopracitate motivazioni che portano ad uno scarso orientamento verso la quotazione delle PMI, la principale spiegazione è da ricondursi, anche in questo caso, ad un'arretratezza dei mercati italiani dei capitali rispetto agli altri paesi europei e al ridotto sviluppo degli stessi.

Sebbene il gran numero di imprese che rendono florido e talvolta invidiato il sistema di produzione italiano, i mercati regolamentati e non sono poco rappresentativi del *palmares* imprenditoriale vantato dal nostro Paese.

Ad evidenza di quanto affermato, “il rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL, nel 2017, era pari al 128% nel Regno Unito, al 100% in Francia, al 58% in Germania e solo al 37% in Italia” (S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo, 2018. Pag. 3).

La quotazione in un mercato ufficiale è sinonimo di “sanità” ed è rappresentativo della voglia e della possibilità di crescita che un'impresa è in grado di assicurare.

La quotazione porta con sé numerosi vantaggi, tra cui una minore dipendenza dal credito bancario, una maggiore differenziazione degli investitori e una migliore immagine dell'azienda stessa e del proprio marchio.

# AIM ITALIA - MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE

## 2.1 Cos'è AIM ITALIA?

### 2.1.1 Origine e sviluppo del mercato

Durante gli ultimi anni è stato notevole l'impegno con cui il legislatore ha cercato di dar vita a mercati alternativi del capitale ai quali potessero partecipare le Piccole e Medie imprese.

A tal proposito ricordiamo nel 1997 la nascita del Mercato Ristretto, concepito come il mercato preliminare rispetto al listino principale per le imprese neo-quotate; nel 1999 il Nuovo Mercato, dedicato esclusivamente alle PMI *high growth* e caratterizzato per i requisiti d'ingresso poco stringenti; nel 2003 il Mercato Expandi, il quale avrebbe dovuto essere la risposta italiana agli altri paesi europei come mercato secondario dei capitali. Nel 2007 ci fu la comparsa del Mercato Alternativo dei Capitali (MAC), riservato ad investitori professionali e per questo gli obblighi informativi erano assai limitati. Infine, nel 2009 si diede alla luce l'*Alternative Investment Market Italia* (AIM Italia).

Tutte queste piattaforme, però, non riuscirono ad incontrare il grado di successo sperato perché, alcune in misura maggiore, altre in misura minore, furono caratterizzate da un limitato grado di liquidità, basso numero di azioni emesse dalle società, poca diversificazione dei titoli tra i settori e, elemento non di poca importanza, una ridotta quantità di imprese disposte ad impegnarsi in tali mercati (*S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo, 2018. Pag. 3*).

L'AIM Italia, introdotto nel 2009, ha conosciuto considerevoli mutamenti dovuti all'esperienza maturata e al *know how* conseguito dall'AIM UK della Borsa di Londra.

Il 1° marzo 2012 ha preso avvio la fusione tra AIM Italia e MAC: dall'unione è nato un nuovo mercato a Piazza Affari: AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale.

Una volta istituita la nuova piattaforma di quotazione, le imprese già presenti su AIM Italia sono passate in automatico nel nuovo mercato, quelle invece quotate su MAC hanno vissuto un periodo di adeguamento conclusosi a fine 2012.

Si tratta di un mercato non regolamentato, ovvero non è richiesta una regolamentazione specifica per il suo funzionamento.

L'andamento del mercato e le azioni compiute dagli operatori non sono soggetti alla supervisione dell'Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati.

È inoltre considerato un sistema multilaterale di negoziazione, conosciuto anche come *Multilateral Trade Facility* (MTF), coordinato da Borsa Italiana.

Agli inizi del 2018, AIM Italia, primo tra tutti i mercati europei, ha ricevuto la qualificazione di “*SME Growth Market*”, in seguito alla direttiva emanata dall'Unione Europea, sotto il nome di MIFID II. Si tratta di una regolamentazione in materia di mercati finanziari concepita con lo scopo di migliorare l'integrazione economica e finanziaria tra i paesi facenti parte dell'Unione.

Tale nuovo titolo, consentirà al mercato italiano per le Piccole e Medie imprese di aumentare la visibilità e la posizione propria sia del mercato AIM, sia delle imprese quotate in esso.

Far parte di AIM Italia rappresenta un vero e proprio vantaggio per le PMI.

Consente all'impresa di raccogliere fondi che saranno poi destinati ai progetti di crescita, le permette di essere vista in modo migliore dai soggetti esterni, migliorando così il proprio posizionamento sia sul mercato nazionale sia su quello estero, contribuendo ad affinare la propria sfera dell'internazionalizzazione.

Inoltre, lo *status* di società quotata, rende più semplice l'avvicinamento di soggetti talentuosi, i quali possono intraprendere un percorso professionale riconosciuto anche dal mercato.

### ***2.1.2 I partecipanti al mercato e le proprie peculiarità***

In questo tipo di mercato vi accedono Piccole e Medie imprese dinamiche, competitive e ambiziose, caratterizzate da virtuosi progetti di crescita, accomunate dall'obiettivo di ricevere capitali, grazie alla quotazione, da impiegare nel proprio progresso e innovazione.

Al 16 marzo 2020, AIM Italia comprendeva 130 società, totale al netto delle operazioni di *delisting*.

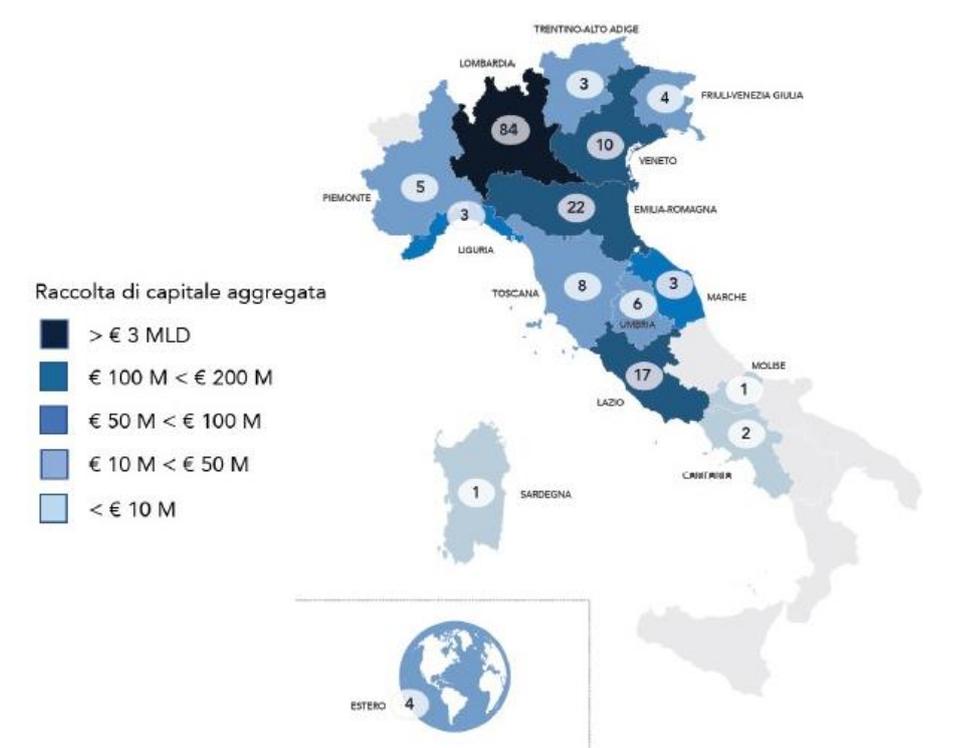
Il mercato è piuttosto attivo: in poco più di 10 anni di attività, dal 2009 in poi, sono transitate per AIM Italia 183 società.

Come riportato da IR Top Consulting nel focus annuale, “nel 2019 è diventato il primo *hub* finanziario europeo per numero di nuove società quotate tra i mercati non regolamentati, segnando un nuovo record con 35 nuove quotazioni e una raccolta di capitali pari a 207 milioni di euro”.

Le società appartengono a 10 tipologie di settori. I settori più affollati sono quelli relativi all'industria (30%) e alla finanza (14%).

Segue ulteriormente il settore della tecnologia (11%). A scolare troviamo poi il comparto dei beni di consumo (11%), della salute (9%), dei servizi al consumo (8%), delle materie prime (7%) e dell'energia (4%), delle telecomunicazioni (2%), e, infine, quello dei servizi pubblici (1%) (*Statistiche di AIM Italia*, Febbraio 2020).

La Lombardia è la regione caratterizzata da più imprese quotate: quasi la metà delle società di AIM Italia hanno sede qui; seguono poi quelle con sede in Emilia-Romagna (22), Lazio (17) e Veneto (10). Sono ammesse anche 4 società con sede legale in un paese estero (*AIM Italia 2009-2019. 10 anni di storie imprenditoriali*, Ottobre 2019. Pag. 7).



**Figura 2:** Distribuzione geografica delle imprese di AIM Italia e del capitale raccolto all'ingresso sul mercato

**Fonte:** *AIM Italia 2009-2019. 10 anni di storie imprenditoriali*. Politecnico di Milano, 2019

La quasi totalità delle imprese ammesse nel mercato sono state protagoniste di un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO), dedicata ad investitori istituzionali; il restante ha fatto ricorso ad ammissioni senza un contestuale collocamento.

Solo nel corso dell'anno precedente, delle 35 nuove quotazioni, concentrate tra giugno, luglio e novembre, 31 sono IPO e 4 sono *business combination*, effettuate dalle SPAC quotate.

Lo scopo delle società SPAC è quello di mutare un soggetto privato in uno pubblico attraverso l'azione di quotazione, procurando capitali e *skills* per la società target.

Le SPAC, *Special Purpose Acquisition Companies*, sono mezzi societari che traggono origine dagli Stati Uniti d'America. Rappresentano strumenti finanziari, atti a reperire risorse sul mercato tramite una IPO, le quali, grazie ad un'operazione di *business combination* con un'altra società target, hanno l'obiettivo di far approdare quest'ultima in un mercato regolamentato oppure in un sistema multilaterale di negoziazione.

L'ammontare di tempo necessario per concludere questa tipologia di operazione è solitamente tra i 18 e i 24 mesi.

Le *business combinations* possono avvenire tramite acquisizione di azioni della società *target* dai soci della stessa, tramite sottoscrizione di nuove azioni della società *target*, tramite fusione diretta o inversa tra la SPAC e la *target* (F. Dagnino, A. Biglia, 2019).

Queste tre tipologie di azioni possono essere alternative l'una alle altre oppure complementari l'una alle altre.

In particolare, le SPAC italiane sono gestite e regolamentate da Borsa Italiana S.p.A. e le loro azioni circolano presso AIM Italia. In esso, vengono definite "società di investimento, costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico".

### ***2.1.3 Quali sono i requisiti richiesti per accedere ad AIM Italia***

Per accedere a questo nuovo mercato, le imprese devono rispettare requisiti di tipo formale e di tipo sostanziale, oltre a dimostrare di essere in grado di compiere scelte sostenibili, creando valore per il futuro.

Per quanto concerne i requisiti formali, esse non devono rispettare prerogative minime di capitale, questo vale a dire che basta che destinino al mercato un flottante di almeno 10%, suddiviso tra minimo 5 investitori istituzionali. Per flottante si indica il numero di azioni emesse ed effettivamente disponibili per la contrattazione, cioè la parte di capitale sociale effettivamente in circolo sul mercato azionario. Tale requisito è soddisfatto se le azioni sono introdotte sul mercato presso investitori che non siano né parti correlate né dipendenti della società o del gruppo in questione, contestualmente o entro due mesi dalla data di ammissione della stessa.

Oltre a ciò, nella fase iniziale, le aziende non sono soggette ad alcuna istruttoria ad opera della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); sono invece assoggettate all'obbligo di nomina di un *Nominated Adviser* (NOMAD), il quale procede alla sorveglianza della società per tutto il periodo di permanenza della stessa sul mercato, sin dalla prima fase di ammissione. Siffatto soggetto deve essere uno specialista finanziario iscritto nei registri di Borsa Italiana.

Le imprese devono presentare in aggiunta un bilancio certificato, con la duplice possibilità di redigerlo sia con principi contabili nazionali, sia con quelli internazionali (IFRS), obbligatoriamente sottoposto a revisione contabile.

Devono conferire, anche, il documento di ammissione.

A questi requisiti formali, se ne aggiungono altri: l'essere provvisto di almeno un analista finanziario, la presenza di un sito internet, la nomina di uno *Specialist*, erogare un'informativa al mercato contenente informazioni price sensitive e notizie su operazioni straordinarie, fornire un resoconto semestrale relativo ai dati aziendali e somministrare un'informativa contabile periodica e tecnica.

Per quanto riguarda i requisiti sostanziali, essi fanno riferimento alle previsioni di crescita e di gestione del business della società (*BorsaItaliana.it*).

Si ricorda, la propensione alla creazione di valore, una strategia sostenibile, trasparenza contabile, un solido posizionamento competitivo, ricavi in aumento, solida struttura finanziaria e solida struttura manageriale.

## **2.2 Principali indici di mercato legati ad AIM Italia**

Sono sempre in costante crescita gli imprenditori che fanno riferimento al mercato milanese non regolamentato come strumento per raccogliere capitali da destinare alla crescita della propria realtà imprenditoriale.

Per monitorare l'andamento di AIM Italia, è possibile prendere in considerazione diversi indici.

FTSE AIM Italia è un indice di Borsa Italiana all'interno del quale sono racchiuse tutte le azioni in circolazione delle imprese facenti parte dell'omonimo mercato. Dal secondo giorno di negoziazione in poi, le azioni rientrano nel suddetto indice di mercato.

FTSE AIM Italia, come tutti gli altri indici del FTSE *Group*, viene aggiornato trimestralmente, in marzo, giugno, settembre e dicembre, servendosi dei dati disponibili all'ultimo di di trattativa, ovvero nei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre.

AIM Italia *Investable* (AII) è un altro indice di mercato azionario che racchiude all'interno le azioni di imprese presenti sul mercato sorvegliate da un analista finanziario.

La presenza di quest'ultimo rende possibile l'investimento basato sui fondamentali, l'unica modalità ritenuta adeguata dal legislatore per questo tipo di mercato finanziario caratterizzato da poca liquidità. Tale indice è rivisto settimanalmente, ogni venerdì, da AIM Italia *News*.

Tra i due indici appena sopraelencati intercorre più di una dissomiglianza.

FTSE AIM Italia racchiude i titoli di tutte le società comprese nel mercato non regolamentato, mentre AIM Italia *Investable* solo i titoli di coloro assistiti da analisti finanziari; in aggiunta, la ponderazione delle azioni nel primo indice è basata sulla capitalizzazione del flottante; invece, per il secondo indice, viene espressa la media non ponderata delle singole azioni. Concludendo, FTSE AIM Italia fornisce dati aggiornati in tempo reale a seguito delle nuove quotazioni; AII, esprime la variazione dei prezzi finali dei titoli da un venerdì all'altro.

*Limeyard* Finnat AIM Italia 100 è un ulteriore indice. Ideato, computato e diffuso dalla Borsa di Vienna, esso ha ricevuto impulso da Banca Finnat, la quale ha come prospettiva il suo utilizzo come *benchmark* di riferimento per il fondo lussemburghese denominato “*New Millenium Aim Sistema Italia Pir*”.

Tale valore ha lo scopo di monitorare il trend delle PMI “produttive” quotate sul mercato, senza però includere le SPAC, le quali si aggirano intorno al 28% della capitalizzazione totale di AIM Italia (*G. Ursino, 2019*).

FTSE AIM Italia, indice principale e predominante del mercato alternativo del capitale in questione, non lascerà facilmente spazio agli altri indici ideati per un più profondo monitoraggio del sistema.

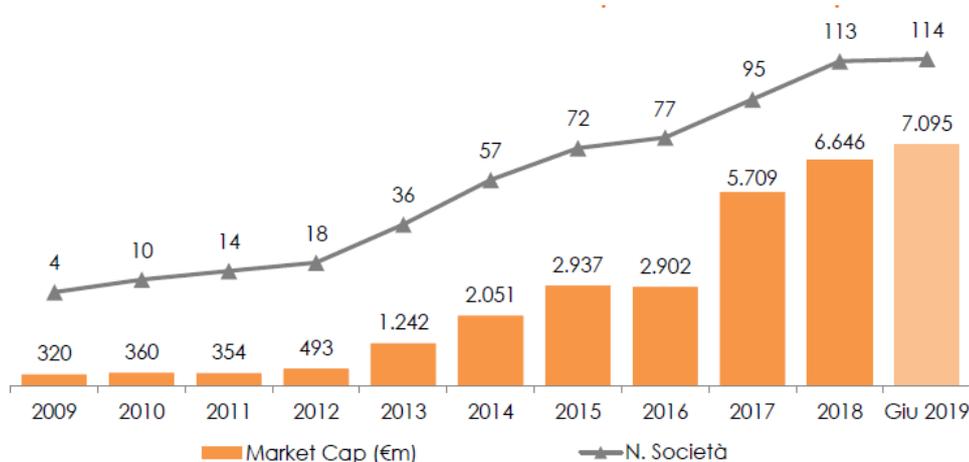
### **2.3 Andamento e considerazioni sul mercato**

“Al 31 dicembre 2019, AIM Italia conta 132 società con un giro d'affari nel 2018 pari a 5,2 miliardi di euro, una capitalizzazione di 6,6 miliardi di euro e una raccolta di capitali in IPO pari a circa 3,9 miliardi di euro, di cui, in media, il 93% proveniente da nuova emissione di titoli. La raccolta è pari a 4,6 miliardi di euro includendo le operazioni sul secondario”.

Questo è quanto riportato nel Focus 2019 di Osservatorio AIM, prodotto da IR Top Consulting, boutique finanziaria, leader in Italia nella consulenza direzionale per i *Capital Market*.

Dal 2013 al 2018, il numero di imprese quotate è più che triplicato, passando da 36 a 113; la dimensione media in termini di capitalizzazione è aumentata del 67%, ed è aumentato anche l'ammontare medio dei ricavi delle società: da 28 milioni di euro nel 2014 a 43 milioni di euro nel 2018.

Come è stato evidenziato nel grafico, al 3 giugno 2019 sul mercato MTF le società quotate erano 114 e la capitalizzazione era di 7,1 miliardi di euro e la raccolta da IPO era pari a circa 3,7 miliardi di euro.



**Figura 3:** Evoluzione numero società quotate e Market Cap

**Fonte:** IR Top Consulting – Osservatorio AIM Italia, luglio 2019

Si è avuto un incremento del numero di SPAC quotate e del numero degli investitori istituzionali, si è ampliata soprattutto la porzione di investimenti effettuata da investitori esteri.

Approdare su AIM Italia permette alle PMI di finanziare più facilmente progetti di sviluppo e di innovazione.

Un grande impulso alla quotazione è stato registrato nell'annata in cui si è proceduto all'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR): l'indice FTSE AIM Italia ha registrato un'accelerazione del 25% da gennaio 2017, lo stesso si può affermare per la liquidità dei titoli: il loro valore è triplicato dal 2016 al 2018, arrivando ad una cifra di 895 milioni di euro (*L. Incorvati, 2018*).

Nel 2018 le ammissioni totali ammontarono a 31: 26 IPO e 5 tramite *business combination*. Questi dati migliorarono nel 2019, in cui, come già riportato, si è assistito a 35 nuove ammissioni: 31 nuove IPO e 4 ammissioni *post business combination*.

Le 31 nuove IPO hanno conferito capitali per un ammontare pari a 207 milioni di euro. Il 30% solo grazie all'ammissione di una SPAC, Gear 1.

Le operazioni di IPO sono state intraprese con lo scopo di irrobustire le attività di ricerca e sviluppo, stabilizzare la presenza nei mercati esteri ed espandere la capacità del processo produttivo.

Con il passare degli anni si è modificata la differenziazione settoriale: secondo i dati raccolti da IR Top Consulting, il 65% delle nuove IPO effettuate nel 2019 si focalizza su tre settori: tecnologia, con 10 imprese; industria, con 5 imprese e finanza, sempre con 5 imprese.

Seguono il settore dei servizi e quello dei media, con 3 imprese ciascuno; il settore della sanità e della moda, entrambi con 2 aziende. Infine, con solo una PMI appartenente, troviamo il settore della chimica (*IR Top Consulting, 2020*).

Le nuove quotate provengono per il 26% da Lombardia, 19% da Emilia-Romagna e 6% dal Veneto.

Ad evidenza del notevole impulso conosciuto da AIM Italia, gli studi intrapresi dalla società IR Top Consulting, aventi come oggetto il controvalore medio giornaliero (CMG) scambiato sul mercato, evidenziano un valore di 132 mila euro per il 2019 ed un valore di 120 mila euro nel 2017 (*IR Top Consulting, 2020*).

Il CMG si è quintuplicato dal 2016 in poi, anno in cui sono stati dati alla luce i PIR.

Il 2019 si è concluso positivamente per tutti i listini delle *Small Caps*, ad eccezione di AIM Italia. Esso ha registrato un FTSE AIM Italia del -6,31%, che sarebbe ammontato ad un valore positivo dell'8,38%, se non ci fosse stato l'inconveniente della società Bio-On, del quale se ne parlerà nella fase finale del seguente elaborato.

## INVESTITORI QUALIFICATI: CHI SONO E COME OPERANO

### 3.1 Chi investe in AIM Italia?

Secondo uno studio condotto dalla Banca Centrale Europea nel maggio 2019, le PMI in Italia sono sempre più riluttanti nei confronti della contrazione di qualsiasi tipologia di debito con gli istituti bancari. La percentuale di imprese che dichiarano da parte delle banche una maggiore apertura al capitale è diminuita, passando dal 17% al 12%. Inoltre, quasi il 30% delle piccole e medie imprese si lamenta di un innalzamento dei tassi di interesse.

Tutti questi fattori portano le aziende a preferire sempre più i mercati alternativi del capitale, in particolare AIM Italia, consolidatosi come il mercato d'incontro tra PMI quotate e svariati investitori qualificati.

Il mercato MTF è aperto agli investitori istituzionali, agli investitori professionali, al pubblico *retail*, nonché ai piccoli risparmiatori privati.

Sul mercato primario, nonché in fase di ammissione, si incontreranno solo le prime due tipologie di investitori; sul mercato secondario, cioè di compravendita delle azioni detenute dagli investitori iniziali, potranno prendere parte anche i risparmiatori.

Grazie all'esistenza di tale mercato non regolamentato, le figure d'investimento possono optare per il collocamento di risorse economiche e finanziarie presso imprese di piccola e media dimensione e con una storia alle spalle più breve rispetto, invece, a quelle presenti nei mercati regolamentati.

Per "Investitore Istituzionale" si intende un soggetto economico, sia di carattere privato o ente pubblico, sia nazionale che internazionale, che effettua sistematicamente, in maniera professionale e continuativa investimenti consistenti per conto proprio o di terzi, disponendo del proprio patrimonio o di liquidità raccolta da soggetti con *surplus* di ricchezza in seguito alla sottoscrizione o vendita di attività finanziarie (*A. Lambiase, 2016. Pag.84*).

Secondo la CONSOB e il proprio regolamento, gli investitori professionali a supporto delle PMI sono coloro che possiedono un ammontare di strumenti finanziari in portafoglio, comprese le giacenze di contante, superiore a 500.000 euro, vantano dei requisiti di onorabilità ed inoltre, godono di minimo una delle successive due caratteristiche.

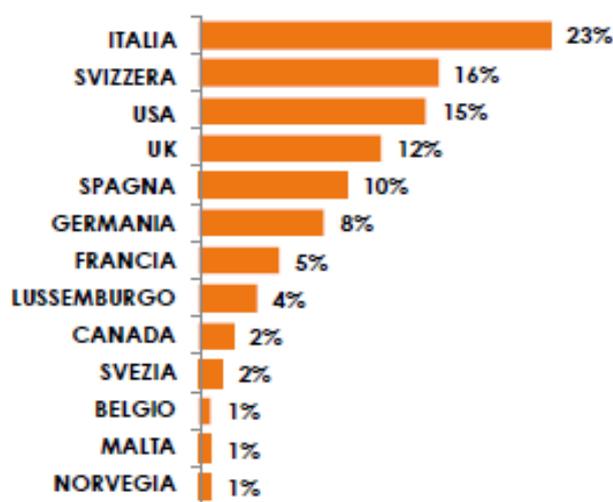
La prima consiste nell'aver intrapreso, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o con valore di finanziamento soci in PMI, ognuno di un ammontare pari o superiore a 15.000 euro.

La seconda caratteristica si riferisce all'aver esercitato, per non meno di un anno, il ruolo di amministratore esecutivo in una PMI, che non coincidesse, però, con la società offerente.

L'investitore *retail*, ovvero la clientela al dettaglio, raffigura la base della suddivisione dei diversi tipi di investitore; costituisce la parte più delicata, in quanto non dispone delle conoscenze, competenze e abilità, ed esperienze proprie degli investitori istituzionali e professionali. Questi possono essere risparmiatori, imprese, o società ed altri enti, che non rientrano nella definizione di investitore istituzionale o professionale.

È buona prassi che i risparmiatori privati si appropinquinano al listino AIM Italia solo se possono essere ritenuti, non auto ritenersi, degli investitori qualificati (G. Ursino, 2016).

Secondo i dati raccolti dall'Osservatorio AIM Italia, a giugno 2019 erano presenti 132 investitori istituzionali. 31 di essi sono di nazionalità italiana, pari perciò al 23% del totale, il rimanente 77% è di nazionalità estera.



**Figura 4:** Nazionalità degli investitori istituzionali su AIM Italia

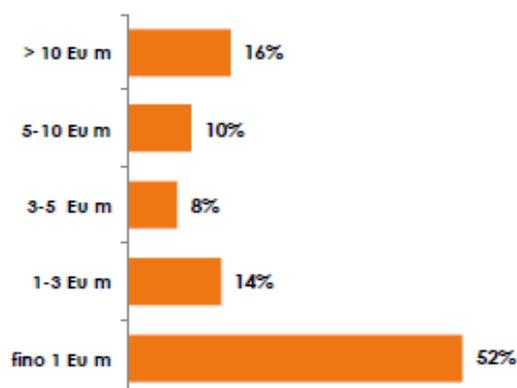
**Fonte:** Osservatorio AIM Italia - IR Top Consulting, luglio 2019

Come riprova del consenso riscosso dal listino AIM, dal 2018 al 2019 il numero degli investitori istituzionali è aumentato del 23%.

Anche l'investimento complessivo compiuto è incrementato da un anno all'altro, passando da un valore pari a 720 milioni nel luglio 2018, fino a toccare gli 814 milioni di euro in giugno 2019.

Nonostante gli investitori istituzionali italiani siano nettamente inferiori numericamente rispetto a quelli esteri, essi possiedono un investimento equivalente al 48% del totale, quasi la metà dell'investimento complessivo; l'investimento degli investitori esteri, invece, rasenta il 52% del totale, con una somma pari a 419 milioni di euro (*Ir Top Consulting, 2019*).

Come si evince dalla Figura 5, la maggioranza degli investitori istituzionali ha effettuato un investimento complessivo fino a 1 milione di euro, il 14% registra un investimento globale tra 1 e 3 milioni di euro; l'8% un investimento complessivo tra 3 e 5 milioni; il 10% un investimento globale tra 5 e 10 milioni di euro; il restante 16% ha investito una somma superiore a 10 milioni di euro.



**Figura 5:** Distribuzione % degli investitori per valore dell'investimento

**Fonte:** Osservatorio AIM Italia - IR Top Consulting, luglio 2019

“Il 68% delle società AIM Italia include nel capitale almeno 2 investitori istituzionali (73% nel luglio 2018); l'86% ne presenta almeno 1 (83% nel luglio 2018).” Questo è quanto presente nel report Osservatorio AIM Italia, pubblicato nel luglio 2019 da IR Top Consulting. Le partecipazioni totali detenute dagli investitori erano 660 nel 2018. Nel 2019 si evidenzia una loro crescita, fino ad arrivare ad un ammontare totale pari a 852, equivalente a circa 6,5 partecipazioni per investitore.

Secondo il quotidiano finanziario online dell'AIM Italia, AIM Italia News, i primi cinque investitori istituzionali del listino AIM e il loro capitale investito sono: Julius Bar Gruppe AG, con 106,4 milioni di euro ed un numero di società partecipate pari a 37; Banca Mediolanum SpA, con 75 milioni di euro e 53 società partecipate; Azimut Holding SpA, con 45,5 milioni di euro e 37 società partecipate; Intesa San Paolo spA, con 46,4 milioni di euro e 33 società partecipate e Anima Holding SpA, con 44,4 milioni di euro e 19 società partecipate (*Osservatorio Aim di IR Top Consulting, 2020. Pag. 10*).

Il mercato non regolamentato in questione si distacca dagli altri comuni mercati regolamentati poiché non è permessa alcuna speculazione e/o attività di trading.

Oltre a questa, esistono ulteriori discrepanze nell'*investment policy* adottata dagli attori interessati all'investimento in brillanti PMI. Innanzitutto viene conferita un'attenzione maggiore ai fondamentali, l'investimento acquisisce un'ottica di medio-lungo termine, a supporto del piano di innovazione e di sviluppo ideato dall'azienda emittente, ponendo in primo piano la crescita dello stesso e i fattori che la rendono più efficace e sostenibile.

La politica degli investimenti si identifica per un importante approccio caratterizzato da una stretta cooperazione con il *management*, prestando molta attenzione ai rischi che potrebbero sorgere.

Ulteriori differenze riguardano uno sconto più elevato durante l'offerta pubblica iniziale, in cambio di un minore ammontare di liquidità; l'imposizione di una soglia minima in termini di capitalizzazione e i multipli non devono eccedere un determinato limite.

### **3.2 Modalità di reperimento dei capitali nel mercato alternativo**

Il nostro Paese costituisce la seconda piattaforma industriale europea, superata solo dall'imprenditoriale Germania. È dunque buona cosa che l'Italia conferisca una maggiore importanza alla politica e al settore industriale nazionale e che si attivi per fornire un'assistenza adeguata alle imprese che optano per la ricerca di capitali in canali diversi da quello bancario.

L'idea è quindi quella di creare una "politica industriale orizzontale", ovvero rendere i mercati più efficienti, in grado cioè di richiamare investimenti pubblici e privati, a medio e lungo termine, caratterizzati da adeguati modelli di regolazione ed incentivi fiscali e finanziari.

L'evoluzione in questa direzione porta, ancora una volta, a favorire la crescita e lo sviluppo delle PMI, fortificando lo scheletro imprenditoriale italiano.

Uno strumento utilizzato è quello dei mini-bond. Il “Decreto Sviluppo” del 2012 ha stimolato la messa in circolazione dei sopracitati mini-bond, vale a dire strumenti obbligazionari assimilabili a titoli di credito, nati con lo scopo di raccogliere risorse finanziarie in modo da limitare le problematiche connesse al legame tra impresa e sistema bancario (*Decreto Legge N°83, 2012*).

Essi hanno conosciuto certe modifiche e ammodernamenti grazie ai successivi “Decreto Sviluppo bis” e “Decreto Destinazione Italia”, emanati rispettivamente al finale del 2012 e 2013.

Grazie al “Decreto Sviluppo” è stata data possibilità di negoziare tali titoli di credito non solo nei mercati regolamentati, ma anche negli MTF.

La libertà di emettere mini-bond nei listini MTF è stato realizzabile per merito dell'eliminazione delle restrizioni in materia fiscale e legale che fino a quell'istante impedivano una certa libertà di azione alle PMI.

Anche se nel precedente anno, secondo la K&T Partners – società indipendente di consulenza finanziaria – i Piani Individuali di Risparmio sono stati oggetto di una forte decelerazione, essi costituiscono uno dei principali strumenti utilizzati dagli investitori ai fini del collocamento di risorse finanziarie nel mercato non regolamentato in oggetto.

Il motivo principale della loro decelerazione potrebbe essere ricondotto alla legge finanziaria introdotta nel 2019, con la quale, di fatto, è cresciuto il rischio di liquidità per gli investitori (*K&T Partners, 2020*).

I PIR sono stati introdotti in Italia con la legge del 16 dicembre 2016, cosiddetta Legge di Bilancio 2017.

Si può attribuire a questo tipo di strumento il grande successo riscosso da AIM Italia negli ultimi periodi, permettendogli di conoscere un grande ampliamento ed un notevole ammodernamento, dato che prima del loro avvento era rimasto praticamente fuori dall'ambito di giurisdizione degli investitori istituzionali.

E non è finita qui, anche le PMI, grazie ai PIR, hanno registrato un aumento di numero e ammontare medio delle *Initial Public Offering*, registrando una trasformazione positiva in termini di liquidità e performance.

Tramite i Piani Individuali di Risparmio gli investitori che indirizzano i loro possedimenti economici verso strumenti finanziari di PMI italiane ed estere, che hanno posto le loro radici nel territorio italiano, godono della completa esenzione dalle imposte sui ricavi provenienti dagli investimenti effettuati.

Sono però escluse da questa agevolazione le entrate tratte dal possesso di partecipazioni qualificate e quelle che contribuiscono a dar vita al reddito complessivo dell'individuo che investe.

Per godere dell'esenzione, i Piani Individuali di Risparmio devono essere conservati per un lasso di tempo pari ad almeno 5 anni e il capitale deve essere effettivamente investito in imprese italiane ed europee sia piccole che medie.

Tale tipologia di strumento finanziario deve essere amministrato da intermediari finanziari o compagnie di assicurazione, i quali devono procedere ad investire le somme patuite, garantendo la diversificazione di portafoglio (*Alvaro, Caselli, D'Eramo, 2018*).

In aggiunta, i PIR sono sollevati dall'imposta di successione in caso di trasferimento *mortis causa* degli strumenti detenuti nel piano di investimento, come enunciato dal Quaderno Giuridico n.18 (2018), pubblicato sul sito della CONSOB.

I PIR, per essere tali, devono rispettare dei vincoli ben precisi.

Inizialmente era previsto un investimento del 70% in strumenti finanziari emessi da società italiane ed il 30% del precedente 70%, quindi il 21% del totale, doveva essere investito in imprese di media capitalizzazione, non presenti nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana. Inoltre, ogni investitore non poteva essere titolare di un flusso di investimento annuale maggiore di 30.000 euro, con un totale cumulato nel tempo non superiore a 150.000 euro.

Con la legge del 19 dicembre 2019, denominata "Modifiche alla disciplina dei Piani Individuali di Risparmio a lungo termine", si sono apportate sostanziali variazioni alla normativa in tema di PIR che hanno iniziato ad essere applicate agli stessi emessi dal 1 gennaio 2020, denominati PIR di terza generazione.

Lungo il corso del 2020, tramite degli studi effettuati dalla società IR Top Consulting, ci si attende che l'influsso dei PIR 3.0 presso le imprese già quotate nell'AIM Italia, potrebbe ammontare a 231 milioni di euro con 126 titoli potenziali target di investimento di nuovi PIR.

Nel triennio 2020-2022 si stima che l'aumento del numero delle IPO potrebbe toccare una percentuale media annua del 30% e un ampliamento del 69% dell'afflusso di capitali e liquidità per lo sviluppo delle imprese rispetto al 2019. Si stima anche un incremento del flottante medio nella fase di IPO dal 24% del 2019 al 30% del 2020.

Con la nuova normativa, la già citata quota del 70% “deve essere investita almeno per il 25% del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse rispetto a quelle inserite nell’indice FTSE MIB della Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati e almeno per un ulteriore 5% del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap della Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati” (L.19 Dicembre 2019, n.157).

Dunque, la regolamentazione attinente ai PIR 3.0 sancisce che un limite minimo del 17,50% del valore complessivamente investito nei PIR dovrà essere impiegato in Mid Cap e/o Small Cap.

Inoltre, è imposto un altro limite minimo: il 3,50% del valore complessivamente investito nei PIR dovrà essere capitalizzato in Small Cap esclusivamente.

Limitatamente alla soglia minima del 3,50%, i titoli negoziabili in mercati di Small Cap sono 258 ed hanno una capitalizzazione complessiva di 25,4 miliardi di euro.

AIM Italia è il sistema multilaterale di negoziazione con il numero più elevato di società iscritte nel mercato rispetto agli altri rientranti nella definizione di *Small Cap*, quali: STAR Small Cap, MTA Small Cap e MTA-MIV altri titoli. Se si considera invece la capitalizzazione in miliardi di euro, AIM Italia si classifica al secondo posto, dietro al mercato STAR Small Cap.

SMALL CAP	N. Società	%	Capitalizzazione (€M)	%	Capitalizzazione Media (€M)
STAR Small Cap	50	19%	9.394	37%	188
MTA Small Cap	68	26%	6.995	28%	103
MTA-MIV Altri titoli	14	5%	2.358	9%	168
AIM Italia	126	49%	6.669	26%	53
TOTALE	258	100%	25.415	100%	99

**Figura 6:** PIR – composizione universo investibile del 3,5%

**Fonte:** PIR di terza generazione: stima dell’impatto su AIM Italia per il 2020. IR Top Consulting, 09/01/2020

L’universo investibile dei PIR, per quanto concerne il valore del 17,50%, è rappresentato da 319 titoli con una capitalizzazione totale di 130 miliardi di euro. In questa prospettiva, l’investitore può scegliere tra 61 titoli *MID CAP* e 258 titoli *SMALL CAP*, i quali rispettivamente hanno una capitalizzazione 105 e 25 miliardi.

MID & SMALL CAP	N. Società	%	Capitalizzazione (€M)	%	Capitalizzazione Media (€M)
Totale MID Cap	61	19%	104.853	80%	1.719
Totale Small Cap	258	81%	25.415	20%	99
<b>TOTALE</b>	<b>319</b>	<b>100%</b>	<b>130.268</b>	<b>100%</b>	<b>408</b>

**Figura 7:** PIR – composizione universo investibile del 17,5%

**Fonte:** *PIR di terza generazione: stima dell’impatto su AIM Italia per il 2020*. IR Top Consulting, 09/01/2020

Secondo gli studi compiuti dall’Osservatorio AIM – IR Top Consulting, si possono attribuire svariati benefici all’introduzione dei PIR nel sistema finanziario della nostra nazione.

Rende più esile non solo l’ingresso di nuovi investitori istituzionali interessati a *MID/Small Cap* italiane, ma anche l’entrata di nuovi investitori professionali e *retail*.

I PIR hanno la facoltà di aumentare la liquidità e diminuire il gap esistente tra fondamentali e performance azionarie; rendono possibile l’accesso a nuove tipologie di investitori a lungo termine, attraendo dall’estero anche diversi investitori istituzionali.

In seguito all’immissione nel mercato dei PIR, si è assistito ad uno sviluppo del mercato primario con nuove *Initial Public Offering* e anche del mercato secondario, attraverso aumenti di capitale aggiuntivi; così facendo, si collabora alla divulgazione della cultura della quotazione e dell’investire nel medio-lungo periodo (*IR Top Consulting, 2019*).

Il legislatore ha allargato le possibilità di fruizione dei fondi PIR con un gesto che stimola la gamma di nuove imprese quotate in cui investire, ma, taglia i costi di IPO diffondendo un bonus del quale possono godere esclusivamente le PMI: il credito d’imposta.

Con la Legge di Bilancio 2018, il legislatore ha introdotto il credito d’imposta per le PMI che fanno ingresso in un mercato regolamentato o in un sistema MTF, come AIM Italia.

Tale credito d’imposta è concesso nell’ammontare del 50% dei costi di consulenza sopportati dalla Piccola e Media impresa, fino ad un tetto massimo di 500.000 euro (*L. 205/2017*).

Si tratta di un cosiddetto “*tax credit*” utilizzabile esclusivamente in compensazione a decorrere dal periodo successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione (*S. Alvaro, S. Caselli, D. D’Eramo. Pag 30*).

Un altro strumento conosciuto nel mercato AIM Italia, assimilabile ai fondi PIR, sono i fondi Eltif (*European Long Term Investment Fund*), una soluzione per far confluire capitali nell'economia reale verso investimenti europei a lungo termine, conformi con l'obiettivo dell'Unione Europea di creare una crescita intelligente e sostenibile.

In marzo 2019 è approvato in Italia *Eurizon Italian Fund ELTIF*, emanato proprio da Eurizon, la società di gestione del risparmio di Intesa San Paolo. L'Eltif si affianca ai fondi PIR emanati nel 2017, dei quali Eurizon è stata uno dei massimi promoter.

La società ha come intento la creazione di un valido strumento di finanziamento per le Piccole e Medie imprese a limitata capitalizzazione, nonché *start-up* con elevati potenziali di crescita ed innovazione, che hanno, fin dalla loro nascita, manifestato difficoltà per il reperimento dei capitali.

L'Eltif può essere considerato uno strumento complementare ai PIR perché consente di investire su un universo più ampio di PMI e su un orizzonte temporale di lungo periodo che stabilizza l'investimento in quanto fondo chiuso con una durata di 7 anni e nel quale possono rientrare sui segmenti MTA e AIM oltre 200 titoli, pari a circa 20 miliardi di capitalizzazioni (*M. Mazzini, 2019*).

I sottoscrittori dei fondi Eltif possono godere di un duplice vantaggio fiscale.

Da un lato, come i PIR, non sono applicabili aliquote fiscali ai redditi da capitale; dall'altro, le persone fisiche possono godere di una deduzione ai fini Irpef del 30% della somma effettivamente investita ed è sempre pari al 30% la deduzione prevista ai fini Ires per le persone giuridiche.

L'investitore può godere di queste facilitazioni solo se l'investimento si protrae per un periodo maggiore o uguale a 5 anni, se si effettua un'uscita anticipata in caso di trasferimento integrale delle quote in un altro fondo Eltif o fondo comune compliant. Per l'Eltif il patrimonio non può essere superiore a 200 milioni e almeno il suo 70% deve essere dedicato ad imprese italiane (*L. Incorvati, 2020*).

Dati questi requisiti, i fondi Eltif si addicono maggiormente a chi per disponibilità e educazione finanziaria può esporsi in maggior misura e possedere un portafoglio diversificato, quindi con più Eltif;

Tali fondi non sono nati di certo con lo scopo di diffondersi presso i piccoli investitori retail.

# IL CASO BIO-ON: DALLA QUOTAZIONE IN AIM ITALIA ALLA DICHIARAZIONE DI FALLIMENTO

### 4.1 Bio-On: una PMI dall'enorme potenziale

Il caso Bio-On rappresenta l'emblema della potenziale rischiosità dell'attività di investimento in PMI innovative.

Bio-On nasce nel 2007 in Emilia-Romagna come impresa attiva nel settore delle biotecnologie, in particolar modo quelle legate ai materiali di uso quotidiano, al fine di creare prodotti e ricette *eco-friendly* grazie all'impiego di fonti rinnovabili o residui della produzione agricola. Parallelamente, svolge attività di ricerca applicata col fine di individuare nuove tecnologie di produzione PHAs, autorizza l'utilizzo di tali tecnologie ai clienti tramite la concessione di licenze, esegue studi di mercato, organizza i Process Design Package (PDP).

Bio-On dispone di cinque laboratori all'interno dei quali si compie l'attività di ricerca e sviluppo: Hawaii, Minerbio, Bentivoglio, Università di Bologna e infine Castel San Pietro Terme (BO) (*Bio-on.it*).

La realizzazione di bioplastiche del tipo PHA (Polidrossialcanoati), ricavate dalla barbabietola da zucchero, è resa possibile da una tecnologia avanzata sviluppata internamente, a dimostrazione della complessità e dell'innovatività di tale realtà produttiva. Nello specifico, si tratta di biopolimeri interamente biodegradabili estratti da fonti vegetali rinnovabili. I segmenti di mercato nei quali è possibile l'applicazione delle bioplastiche PHAs sono molteplici: automotive, elettronica, medico, farmaceutico, cosmetico, beverage, tessile ed imballaggio.

La crescente stretta sull'utilizzo della "comune" plastica a livello mondiale dovrebbe permettere un decollo del settore di mercato delle bioplastiche, questo in un clima di attenzione alla tutela ambientale sempre più incalzante e al centro di risoluzioni internazionali come, ad esempio, l'accordo europeo che vieterà, a partire dal 2021, la produzione di oggetti monouso in plastica. (*Regolamento delegato (UE) 2019/331 della commissione, 19/12/2018*).

La necessità di fonti di finanziamento suppletive, utili a sostenere il modello di business estremamente innovativo e ad implementare l'attività di R&D, hanno portato Bio-On S.p.A. alla decisione di intraprendere il percorso della quotazione presso AIM Italia, avvenuta in data 24 ottobre 2014.

Alle motivazioni prettamente economiche sopra riportate, si aggiunge la ricerca di una consacrazione a livello internazionale grazie alla maggiore visibilità che la presenza all'interno del mercato non regolamentato di AIM Italia riesce a conferire. Sempre grazie a questa operazione, la società si sarebbe potuta presentare in maniera più professionale e convincente presso gli stakeholders, fornendo ad essi una maggior trasparenza informativa.

Il prezzo per azione con il quale la società emiliana si è presentata al mercato è stato di 5 euro, con una raccolta poco inferiore ai 7 milioni (6,875 per la precisione), per una valorizzazione complessiva della società di 66,2 milioni di euro.

Al termine del 2015, solo un anno dopo la sua entrata nel sistema multilaterale di negoziazione, nonostante il contesto di mercato fosse complicato, il valore del suo titolo è salito, prendendo quota, portandosi a 15,21 euro, permettendo così a Bio-On di registrare una capitalizzazione di mercato pari a 221,7 milioni di euro.

Il 2016 è stato un anno caratterizzato da staticità, ma, nonostante questo, il titolo ha registrato la performance migliore rispetto alla totalità di imprese inglobate nell'indice FTSE AIM Italia. Rilevante è il fatto che nel secondo trimestre dell'anno, tutti e tre gli azionisti di maggioranza hanno aumentato le quote delle loro partecipazioni nella società.

Tutto è ripreso a gonfie vele nel 2017. Il prezzo del titolo è aumentato ancora una volta, arrivando a 17,48 euro e il valore della *market cap* ha toccato i 546,1 milioni di euro.

La crescita è sembrata non arrestarsi mai, tanto che l'anno successivo il valore nominale di un'azione ha avuto come picco massimo 71,20 euro, ma la chiusura annuale si è attestata intorno ai 56 euro. Il dato più impressionante è, tuttavia, quello della capitalizzazione della società: Bio-On è diventata un "unicorno", valendo oltre 1 miliardo di euro (*LaRepubblica, ottobre 2019*).

Anno al 31/12 (k €)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Valore Produzione	12.088	39.517	64.596	82.780	141.970	217.750
Valore Aggiunto	8.384	34.821	40.802	53.263	97.296	166.232
EBITDA	7.070	32.835	35.836	48.039	90.445	157.632
EBIT	6.230	31.785	30.320	42.423	84.829	152.016
Utile netto	4.911	11.844	14.697	25.538	58.172	112.162
Cash-flow	5.751	13.144	20.763	31.904	64.588	118.728
Pfn	24.233	-24.696	-34.579	-12.416	28.688	159.741
Roe	10,19	20,07	20,19	25,82	36,68	41,30

**Figura 8:** Previsioni di crescita di Bio-On, 2017 - 2022

**Fonte:** *Equity company note, Banca Finnat, 12/2018*

I dati raccolti e i valori mostrati mettevano in luce come Bio-On sembrasse un'impresa solida economicamente, patrimonialmente e finanziariamente.

Nel quinquennio 2018-2022, l'*equity research* emanata da Banca Finnat, lo *specialist* di società Bio-On, mette in luce come i risultati positivi raggiunti portino con sé l'abbondante e positiva crescita dei principali margini, come per altro si può evincere dalla Figura 8.

La conclusione del 2018 era stata segnata da un valore della produzione pari a 39,5 milioni di euro, ampiamente superiore – per la precisione il doppio – alle stime effettuate anteriormente, le quali si aggiravano sui 26,3 milioni di euro, grazie alla vendita di un numero cospicuo di licenze.

Per il periodo 2018-2022 era stata preventivata una crescita media annua del valore della produzione pari all'86,46% e l'EBITDA avrebbe dovuto crescere ad un cagr pari all'86,06%; per quanto concerne il risultato netto d'esercizio, esso sarebbe potuto passare dagli 11,8 milioni di euro del 2018 ai 112,2 milioni di euro nel 2022. Anche il tasso di remunerazione del capitale di rischio (ROE), ottenuto dividendo l'utile netto per i mezzi propri, si stimava in crescita, registrando un valore del 20% nel 2018, raddoppiando nel 2022 toccando oltre il 40% (*Banca Finnat, 2018*).

*Alternative Investment Market* Italia è, ancora una volta, un mercato non regolamentato, non sottoposto quindi alla vigilanza da parte della CONSOB; vediamo l'intromissione di tale autorità solo negli episodi di *market abuse* e il NOMAD ha un ruolo, di fatto, periferico, sebbene ricopra un ruolo di primaria importanza nel sistema multilaterale di negoziazione in oggetto.

Il *Nominated Adviser* (NOMAD) nominato da Borsa Italiana per il gruppo Bio-On è stato EnVent, una distinta banca di investimento londinese, *Nominated Adviser* per AIM Italia dal 2009, il cui obiettivo primario è proprio quello di connettere *Mid* e *Small Caps* con investitori istituzionali europei. Egli deve, inoltre, valutare l'adeguatezza della società ai fini di inserire la stessa nel sistema MTF, supportarla nel conservare un profilo ad-hoc in termini di trasparenza nei confronti degli investitori qualificati, far adempiere la società a tutte le regole e accorgimenti derivanti dall'essere quotata, massimizzando, quindi, i propri benefici.

Tutte le principali competenze del NOMAD sono riportate nei regolamenti di AIM Italia, emanati da Borsa Italiana e presenti liberamente nel sito web di quest'ultima.

## **4.2 Come Bio-On è arrivata alla dichiarazione di fallimento**

Tale contesto preannunciava un futuro roseo per la società bolognese attiva nel settore delle bioplastiche: dai valori presenti in bilancio, alla continua attività di R&D ai fini della realizzazione di un processo produttivo sempre più all'avanguardia, dallo stabile valore del titolo quotato su AIM Italia, fino all'elevata capitalizzazione di mercato raggiunta. Infatti, nel 2019, Bio-On era giunta a capitalizzare, essa stessa, un quinto dell'intero listino di AIM Italia. Improvvisamente, in sole due giornate, il valore delle sue azioni è crollato vertiginosamente. Se il 23 luglio scorso per acquistare un'azione di Bio-on era necessario pagare un prezzo di 55,30 euro, il 25 dello stesso mese questo valore era sceso del 73%, arrivando ad un prezzo di 15 euro.

Infatti, il 24 luglio, il fondo statunitense Quintessential Capital Management (QCM), dopo un'attenta raccolta e approfondimento di dati, è giunto alla conclusione che Bio-On fosse "un castello di carte", uno schema concepito dal management per arricchirsi a danno degli azionisti.

Da una visione esterna, generale e poco approfondita, la quotata si presentava come un'ottima azienda sulla quale investire, con eccellenti prospettive future di crescita; in realtà la crescita sul mercato di Bio-On si sarebbe rivelata una bolla, fondata su una tecnologia non matura, con numeri in termini di fatturato e crediti "ritenuti essenzialmente "simulati" per mezzo di un network di scatole vuote" (*Sommario Esecutivo QCM*).

In particolare, gli aspetti critici che più hanno portato alla formulazione di queste accuse da parte di Quintessential sono connessi ad irregolarità contabili e false comunicazioni sociali.

Scendendo nel dettaglio dell'analisi economico-finanziaria svolta dal fondo statunitense emergono una serie di criticità legate ai prospetti forniti da Bio-On ai propri stakeholders.

In primis, erano individuabili degli indicatori di perdita di valore riscontrabili nel raddoppio dei costi di produzione all'interno del bilancio 2018, a questi si aggiungeva una carenza nella mole di produzione e vendite nei primi mesi dello scorso anno.

In secondo luogo, nonostante i tentativi di replica da parte dei vertici di Bio-On, Quintessential ha mosso pesanti critiche a riguardo del fatturato 2018, che risultava in grossa percentuale attribuibile ad imprese controllate; inoltre, la maggior parte del fatturato non risultava pagata al 31/12/2018, mentre la quota pagata era stata saldata tramite somme per lo più appartenenti alla stessa Bio-On.

Ulteriori aspetti significativi portati a galla dalle indagini sono: la non pubblicazione nel sito del rendiconto finanziario da parte della società emiliana (nonostante quest'ultimo sia un obbligo di legge) e una serie di scambi sospetti di capitali nascosti dietro ad ordinarie operazioni di gestione.

Per concludere, l'indicatore per eccellenza della sostenibilità finanziaria di una società (PFN) era passato da 24,7 milioni di fine 2017 ad un passivo di 20 milioni a fine 2018, a dimostranza di come nel periodo amministrativo 2018 Bio-On avesse letteralmente "polverizzato" quasi 45 milioni di cassa (*M. Salom, 2019*).

Questo caso specifico preso in esame dimostra la delicatezza e la fragilità delle PMI e in particolar modo di quelle caratterizzate da un elevato livello di innovatività e di tecnologia.

Abbiamo visto come AIM Italia rappresenti uno strumento importante di reperimento di capitali per queste realtà, ma le stesse devono riuscire a sostenere il modello di business da esse messo in atto.

Qualora queste condizioni non venissero rispettate si avrebbero delle ripercussioni importanti dal punto di vista economico, in particolare nei confronti dei piccoli risparmiatori.

La società protagonista della vicenda sopracitata è una testimonianza di tutto ciò. Il suo valore, infatti, a partire dalla pubblicazione del report di Quintessential è crollato dell'80%. La capitalizzazione di mercato della società quotata sull'AIM è precipitata da 1,2 miliardi a 200 milioni di euro nel giorno della sospensione definitiva delle negoziazioni del titolo (avvenuta il 23 ottobre 2019). Nei mesi precedenti l'unicorno di Borsa Italiana aveva attratto investitori istituzionali del calibro di BlackRock e Generali oltre ad una moltitudine di piccoli risparmiatori.

Stando a il Fatto Quotidiano, sono stati proprio questi ultimi ad aver subito le maggiori perdite (si stima di circa 400 milioni di euro), mentre i grossi investitori sono riusciti a chiudere le posizioni prima del tracollo.

Questa vicenda rappresenta un monito per gli investitori *retail*. Molti di loro sono rimasti incatenati nel fallimento ed ora si trovano con azioni nulle in portafoglio e con l'unica opzione di costituirsi come parte civile nel processo, sperando anche solo in una minima parte di risarcimento. (C. Gagliarducci, 2019)

Gli investitori *retail*, a differenza degli istituzionali, non sono equipaggiati per valutare i pericoli e le opportunità di profitto di questa tipologia di investimenti.

Investire su imprese poco regolamentate, caratterizzate da poca nitidezza, con previsioni di crescita poco chiare, significa, in certi casi, andare incontro a investimenti in perdita.

## CONCLUSIONI

In Italia, la tipologia di impresa che caratterizza l'ossatura del sistema produttivo ed imprenditoriale è proprio quella di piccola e media dimensione. Notevoli sono anche le imprese di ridottissime dimensioni, denominate "microimprese".

Fin dalla loro nascita, a causa sia delle ridotte dimensioni, sia della natura familiare della proprietà, questa gamma di imprese è sempre stata più incline al reperimento di capitali presso le banche, ricorrendo, di conseguenza, all'indebitamento come strumento per finanziare i propri progetti di crescita.

Dagli anni '90 del secolo scorso, il legislatore si è attivato per dar vita a mercati alternativi del capitale, aperti alla partecipazione delle PMI, i quali, uno dopo l'altro, si rivelarono inefficaci a garantire lo sviluppo e l'innovazione delle imprese in questione.

Gli sforzi si sono conclusi quando è stato dato vita all'*Alternative Investment Market* Italia, nel 2009. Dopo solo tre anni, AIM Italia e MAC sono stati protagonisti di una fusione, dando alla luce AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale.

Dal 2012 in poi, il numero di PMI quotate in tale listino non regolamentato ha iniziato a crescere, grazie ai limitati costi da sostenere per quotarsi, ma con ritmi minori rispetto a quanto desiderato. Per accedervi, le imprese dovevano rispettare requisiti formali e sostanziali, obblighi sicuramente meno stringenti rispetto alla quotazione in un vero e proprio mercato regolamentato.

Nel tempo, sono stati ideati degli indici di borsa, rappresentativi dell'andamento di tale sistema multilaterale di negoziazione. I più famosi sono FTSE AIM Italia, AIM Italia *Investable* ed il più recente è *Limeyard* Finnat AIM Italia.

Nel primo decennio di vita di AIM Italia, il numero di imprese quotate è balzato da sole 4 società del 2009 alle 114 del 2019, per una capitalizzazione di oltre 7 miliardi di euro (*IR Top Consulting, 2019*).

Questo anche grazie allo svecchiamento del sistema introdotto dai Piani Individuali di Risparmio, tramite i quali gli investitori hanno rivalutato il listino MTF, per mezzo dei numerosi incentivi fiscali e finanziari offerti. Infatti, nell'anno successivo alla loro introduzione, l'indice FTSE AIM Italia ha incrementato il proprio valore del 25% (*L. Incorvati, 2018*).

A sostegno dei PIR, sono stati emanati dei fondi europei a lungo termine, gli Eltif, sempre con l'obiettivo di far crescere l'AIM.

Il mercato è aperto a tutti i tipi di investitori, siano essi istituzionali, professionali o semplici retailer. Sta all'operatore economico selezionare l'investimento più appropriato al proprio portafoglio prestando attenzione al rischio intrinseco tipico degli investimenti finanziari ossia quello di corrosione del patrimonio iniziale, se non la perdita totale dello stesso. È proprio in questa prospettiva di idee che sono di importanza vitale le indicazioni che Markowitz (1952) fornisce con i suoi studi relativi teoria del portafoglio ottimale.

Dalla nascita fino ad oggi, all'interno di AIM Italia si sono affacciate molteplici imprese innovative e dinamiche. Quest'ultime rappresentano delle realtà che necessitano di ingenti somme per sostenere i propri modelli di business soprattutto nelle prime fasi di vita.

Alcune, una volta decollate, risultano essere nel lungo periodo degli investimenti estremamente remunerativi, in altri casi però, si rivelano essere dei grossi flop.

È il caso di Bio-On, società dal grande potenziale innovativo, attiva nel settore delle bioplastiche, che è passata dall'essere la regina di AIM Italia, con una capitalizzazione di oltre 1 miliardo di euro, al dover dichiarare fallimento nell'autunno del 2019. Lo scoppio del valore del titolo ha bruciato oltre 400 milioni di euro provenienti dai piccoli risparmiatori.

Avvenimenti simili mettono in luce uno dei pochi difetti del mercato alternativo del capitale, ossia la minor regolamentazione rispetto ai mercati borsistici, quale Borsa Italiana.

L'auspicio è quello che il listino AIM Italia possa continuare ad attrarre e contribuire allo sviluppo delle nostre eccellenze industriali, il cui contributo alla realizzazione di ricchezza nazionale è determinante, trovando allo stesso tempo delle misure per garantire una maggior sicurezza e regolamentazione di tale mercato.

## BIBLIOGRAFIA

AIM ITALIA NEWS. *Aim Italia Investable Index*. Disponibile su: <https://www.aimitalia.news/p/aim-italia-investable-index.html>;

ALVARO, S., CASELLI, S., D'ERAMO, D., 12/2018. *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*. Quaderno giuridico, N.18;

ARLOTTA, C., et al., 2011. *Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia*. Quaderno n.35, Commissione Finanza e Controllo di Gestione. Scuola di Alta Formazione Luigi Martino, Milano;

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI. *Credito totale verso società non finanziarie*. Disponibile su: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/f4.1>;

BANCA D'ITALIA, 30/05/2014. *Relazione annuale 2013*, presentata all'assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma;

BANCA FINNAT, 13/12/2018. *Equity Company Note Update*;

Bio-on.it;

BORSA ITALIANA S.P.A. *Perché AIM Italia*. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.htm>;

BORSA ITALIANA S.P.A., febbraio 2020. *AIM Italia Statistiche*. Disponibile su: [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/aimitaliastat/2020/aimitalia202002\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/aimitaliastat/2020/aimitalia202002_pdf.htm);

COMMISSIONE EUROPEA, 19/12/2018. Regolamento delegato (UE) 2019/331 della Commissione, Bruxelles;

DAGNINO, F., BIGLIA, A., 19/03/2019. *Il fenomeno della SPAC in Italia*. Il Sole 24 Ore – Diritto 24 [ONLINE]. Disponibile su: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-03-19/il-fenomeno-spac-italia-163304.php>;

FIRSTonline, 31/01/2019. *Eurizon lancia il primo fondo Eltif in Italia*. [ONLINE] Disponibile su: <https://www.firstonline.info/eurizon-lancia-il-primo-fondo-eltif-in-italia/>;

FRISONE, M., 30/06/2018. *Così il piccolo investitore può individuare i rischi*. Il Sole 24 Ore – PLUS 24 [ONLINE]. Pag. 5. Disponibile su: <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#78>;

GAGLIARDUCCI, C., 23/10/2019. *Uragano Bio-On travolge risparmiatori. Spunta intercettazione, titolo sospeso a tempo indeterminato*. Money.it [ONLINE] Disponibile su: <https://www.money.it/azioni-Bio-On-risparmiatori-colpiti-intercettazione-titolo-sospeso>;

INCORVATI, L., 15/05/2019. *Risparmio, spinta ai fondi Eltif, con un doppio vantaggio fiscale*. Il Sole 24 Ore [ONLINE]. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/risparmio-spinta-fondi-eltif-un-doppio-vantaggio-fiscale--ACO1ycC>;

INCORVATI, L., 24/01/2020. *Ondata dei Pir 3.0 su tutto il listino AIM. Per le IPO è atteso un balzo del 30%*. Il Sole 24 Ore [ONLINE]. Disponibile su: <http://irtop.net/wp-content/uploads/2020/01/Sole-24-Ore-24-gen-2020.pdf>;

- INCORVATI, L., 25/07/2018. *Aim Italia, in cinque anni mercato triplicato*. Il Sole 24 Ore [ONLINE]. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/aim-italia-cinque-anni-mercato-triplicato-AEEgz9RF>;
- INCORVATI, L., 28/05/2018. *5 motivi a cui guardare prima di investire sulle PMI*. Il Sole 24 Ore [ONLINE]. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/5-motivi-cui-guardare-prima-investire-pmi-AE1PnwvE>;
- INTESA SAN PAOLO S.P.A., Marzo 2019. *Nasce Eurizon Italian FUND il primo fondo Eltif in Italia*. Disponibile su: <https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/news/credito-e-risparmio/2019/nasce-eurizon-italian-fund-il-primo-fondo-eltif-in-italia>;
- LAMBIASE, A., 03/10/2016. *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*. 2°ed. Franco Angeli Edizioni;
- LA REPUBBLICA, 23/10/2019. *Bio-On, dalla matricola dei record al blitz della Finanza, sequestro per 150 milioni*. [ONLINE]. Disponibile su: [https://www.repubblica.it/economia/finanza/2019/10/23/news/bio-on\\_dalla\\_matricola\\_dei\\_record\\_al\\_blitz\\_della\\_finanza\\_sequestro\\_per\\_150\\_milioni-239252153/?refresh\\_ce](https://www.repubblica.it/economia/finanza/2019/10/23/news/bio-on_dalla_matricola_dei_record_al_blitz_della_finanza_sequestro_per_150_milioni-239252153/?refresh_ce);
- MARKOWITZ, H., 1952. *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. Pagg. 77-91. JSTOR;
- MARTINO, C., 2/11/2019. *Fondi di fondi specializzati per il nuovo AIM*. Il Sole 24 Ore – PLUS 24 [ONLINE] pag.3. Disponibile su: <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#62>;
- MARTINO, C., 29/09/2018. *Allargare la platea di investitori sulle PMI*. Il Sole 24 Ore – PLUS 24 [ONLINE] pag.3. Disponibile su: <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#82>;
- Milano Finanza AIM ITALIA, 13/02/2020. *K&T Partners, tutti i numeri del 2019 dell’Aim*. [ONLINE]. Disponibile su: [https://aimnews.milanofinanza.it/news/k-t-partners-tutti-numeri-del-2019-dell-aim-202002131247144997?refresh\\_cens](https://aimnews.milanofinanza.it/news/k-t-partners-tutti-numeri-del-2019-dell-aim-202002131247144997?refresh_cens);
- ORIANI, R., SANTELLA, R., 2014. *Il finanziamento delle Piccole e Medie Imprese italiane tra credit crunch e nuovi scenari*. Quaderni di ricerca sull’artigianato, Fascicolo 3. Editore: Il Mulino;
- OSSERVATORIO AIM – IR Top Consulting, 01/2020. *PIR di terza generazione: stima dell’impatto su AIM Italia per il 2020. Effetti nel triennio 2020 – 2022*. Milano: Ufficio Ricerche interno IR Top Consulting;
- OSSERVATORIO AIM - IR Top Consulting, 8/01/2020. *AIM Italia focus 2019. Analisi IPO 2019 – Raccolta Capitali – Dati e Statistiche*. Milano: Ufficio Ricerche interno IR Top Consulting;
- OSSERVATORIO AIM ITALIA – Research Partner IR Top Consulting, Luglio 2019. *Emittenti, risultati, investitori*. Parte 1. Milano;
- OSSERVATORIO AIM ITALIA – Research Partner IR Top Consulting, Luglio 2019. *Emittenti, risultati, investitori*. Parte 2. Milano;

PEVERARO, S., 1/07/2019. *Dai Pir agli Eltif, quanto rende il private capital*. Aim News Milano Finanza [ONLINE]. Disponibile su: [https://aimnews.milanofinanza.it/news/dai-pir-agli-eltif-quanto-rende-il-private-capital-201907010913308012?refresh\\_cens;](https://aimnews.milanofinanza.it/news/dai-pir-agli-eltif-quanto-rende-il-private-capital-201907010913308012?refresh_cens;)

POLITECNICO DI MILANO, ottobre 2019. *AIM Italia 2009-2019. 10 anni di storie imprenditoriali*. Milano;

QUIFINANZA, 30/07/2017. *Che cos'è l'AIM Italia*. [ONLINE]. Disponibile su: [https://quifinanza.it/pmi/che-cose-laim-italia/133803/;](https://quifinanza.it/pmi/che-cose-laim-italia/133803/)

QUINTESSENTIAL CAPITAL MANAGEMENT, 2019. *Sommario Esecutivo*. Disponibile su: [https://www.qcmfunds.com/pdf-documents/;](https://www.qcmfunds.com/pdf-documents/)

RUSSO, D., 30/04/2019. *Un rating su misura per facilitare la via al credito delle Pmi*. Il Sole 24 Ore [ONLINE] pag.23. Disponibile su: <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#158;>

SALOM, M., 25/07/2019. *Risposta alla Nota Stampa Bio-On del 24.07.2019*, Milano;

SIGNORINI, L. F., 2015. *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*. Banca d'Italia;

TUNISINI, A., PENCARELLI, T., FERRUCCI, L., 2018. *Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale*. Editore Ulrico Hoepli Milano;

URSINO, G., 15/09/2018. *Quel frenetico lancio di indici dedicati all'Aim Italia*. Il Sole 24 Ore – PLUS 24 [ONLINE]. Pag. 21. Disponibile su: <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#62;>

URSINO, G., 30/07/2016. *L'Aim Italia cresce con investitori "qualificati"*. Il Sole 24 Ore – PLUS 24 [ONLINE] pag.21. Disponibile su: [http://aimnews.it/wp-content/uploads/2016/07/Plus-24-30-lug.-2016.pdf;](http://aimnews.it/wp-content/uploads/2016/07/Plus-24-30-lug.-2016.pdf)

WEISZ, B., 27/01/2014. *PMI in Borsa con AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale* [ONLINE]. Disponibile su: <https://www.pmi.it/economia/mercati/articolo/51698/pmi-in-borsa-con-aim-italia-mercato-alternativo-del-capitale.html>.